



DEBATE PAPER

Numéro 7 – Décembre 2024

**Vers une SEC dans l'Union européenne :
supervision unifiée ou superviseur unique ?**



Vers une SEC dans l'Union européenne : supervision unifiée ou superviseur unique ?

Plusieurs voix ont récemment évoqué la nécessité de mettre en place dans l'Union européenne (UE) une supervision unique des marchés de capitaux pour faciliter l'émergence d'une véritable Union de l'épargne et des investissements¹. Bien que, dans cette perspective, la Securities and Exchange Commission (SEC) aux Etats-Unis ait parfois été mise en avant, c'est en fait le Mécanisme de Supervision Unique (MSU/SSM) qui faisait référence : les banques les plus importantes ou dont l'activité est transfrontière sont sous supervision directe de la Banque Centrale Européenne (BCE) avec l'aide des superviseurs nationaux et les autres établissements de crédit sont sous une supervision nationale coordonnée par la BCE.

L'ambition de pouvoir disposer d'une véritable Union des marchés de capitaux qui permette à l'épargne dégagée dans un État membre de l'Union de s'investir sans obstacle dans des produits développés dans un autre État membre ou, de façon symétrique, à des investissements structurés dans un État membre de trouver leur financement dans un quelconque des État membre de l'Union, s'incarne dans les libertés européennes fondamentales appliquées aux services financiers : liberté de circulation des capitaux et libre prestation des services financiers à travers la liberté d'établissement de succursales et la liberté de commercialiser dans tous les État membre de l'Union un produit financier développé dans un autre État membre. Cette ambition débouche naturellement sur la nécessité de s'appuyer sur un corpus de règles communes (le *single rulebook*) et sur une mise en œuvre homogène à travers une supervision unifiée. Cependant, lorsque l'on entre dans le détail des acteurs couverts et des produits supervisés, dans l'organisation concrète et la gouvernance de cette supervision unifiée, les différences de conception apparaissent : unifié ne signifie pas obligatoirement unique et les nombreuses spécificités nationales – droit des faillites, droit du titre, droit pénal ... – sont mises en avant pour rejeter la supervision unique.

Lors de sa réunion des 17 et 18 avril 2024, le Conseil européen a identifié les principaux moteurs de la compétitivité de l'Union sur lesquels il demandait que des travaux soient conduits de manière décisive et rapide et, parmi eux, au titre de l'Union des marchés de capitaux, il a « invité la Commission à évaluer et à travailler sur les conditions permettant aux autorités européennes de surveillance de superviser efficacement **les acteurs transfrontaliers des marchés financiers et des capitaux les plus importants sur le plan systémique**, dans le but de renforcer l'intégration financière et d'assurer la stabilité financière, de simplifier les processus

¹ Des extraits des principaux rapports ou interventions récents évoquant ce sujet sont joints en annexe.

et de réduire les coûts de mise en conformité, en tenant compte des intérêts de tous les États membres » (Conseil européen, 2024).

L'ambition semble cependant moindre dans la feuille de route adressée en septembre par la Présidente von der Leyen à la Commissaire ; si l'Union de l'épargne et des investissements figure en bonne place, s'agissant de la supervision, il est seulement mentionné « améliorer le système de surveillance au niveau de l'UE » (Commission européenne, 2024 b).

Dans ce contexte incertain, ce *debat papier*² entend contribuer à clarifier cette problématique et à élaborer des objectifs réalistes ; il ne traitera pas directement de l'élaboration de la réglementation financière mais de la mise en œuvre de la supervision financière, responsabilités qui sont souvent portées par une même autorité mais qui répondent à des logiques distinctes.

² Ce *Debate Paper* a été préparé sous la responsabilité de Robert Ophèle, président du Conseil d'orientation des *Debate paper* de l'AEFR, avec des membres de ce Conseil et des personnalités extérieures dont la liste figure en annexe 1. Les opinions exprimées dans ce document ne reflètent pas nécessairement celles des membres individuels.

Table des matières

1. Depuis 25 ans que le dossier de la supervision des marchés de capitaux est évoqué au niveau de l'UE, c'est la convergence entre superviseurs nationaux au détriment d'une supervision centralisée qui a toujours été privilégiée.....	6
1.1 Le Système Européen de Supervision Financière (SESF/ESFS), a été institué en 2010 avec le principe que la supervision devait rester pour l'essentiel une responsabilité nationale	6
1.2 Dans le cadre de la revue de l'ESFS, la Commission européenne a bien proposé en 2017 un renforcement significatif des responsabilités de supervision de l'ESMA et, de ce fait, une modification de sa gouvernance mais elle n'a pas été suivie par le Conseil.	9
2. Devant les lenteurs de la mise en place de cette supervision européenne homogène, la nécessité de la renforcer significativement dans le secteur des marchés financiers a fait l'objet de multiples prises de position, alignées dans leurs principes généraux, pas toujours dans leurs modalités.....	11
2.1 Les diverses propositions en faveur d'une supervision unique couvrent des périmètres différents et parfois définies de façon très générale.....	12
2.2 Tous appellent à une révision de la gouvernance de l'ESMA et à conserver un rôle important aux autorités nationales.	14
3. Quel périmètre pour la supervision européenne centralisée et quel rôle pour l'ESMA ?.....	16
3.1 Les émetteurs	21
3.2 Les infrastructures de marché	24
3.2.1 S'agissant du <i>listing</i> /négociation, encadré par la réglementation MIFID, les opérateurs disposent généralement de plusieurs plateformes (par exemple marchés réglementés et MTF) parfois dans plusieurs pays.....	24
3.2.2 Les CCP sont par définition des concentrateurs / mutualisateurs de risques qui devraient faire l'objet d'une supervision centrale	25
3.2.3 Le cas des CSD est proche de celui des CCP.....	26
3.3 La gestion d'actifs.....	27

4. Quelle organisation et quelle gouvernance pour une supervision centralisée ?.....	29
Conclusion.....	33
Bibliographie.....	34
Annexes.....	37
Annexe 1 – Personnes ayant contribué à la rédaction du debate paper	37
Annexe 2 – Rapports et déclarations traitant de la question de la surveillance des marchés des capitaux dans l'UE.....	38
Annexe 2.1 Christine Lagarde (2023), Une révolution kantienne pour l’union des marchés de capitaux, discours lors du Congrès bancaire européen, Francfort-sur-le-Main, le 17 novembre (extrait).....	38
Annexe 2.2 Association française des marchés financiers (AMAFI, 2024), Un nouvel élan pour des marchés à même de répondre aux besoins de financement de l’Union européenne - Quelles priorités pour les marchés de capitaux de l’UE ?, 2 janvier(extrait)	40
Annexe 2.3 European League for Economic Cooperation (ELEC, 2024), Why EU Capital Markets Union has become a “must have” and how to get there, February (extract).....	43
Annexe 2.4 Enrico Letta (2024), Much more than a market, report, April (extracts).....	45
Annexe 2.5 Christian Noyer (2024), Développer les marchés de capitaux européens pour financer l’avenir – Propositions pour une Union de l’Épargne et de l’Investissement, rapport du comité d’experts, avril (extraits)	47
Annexe 2.6 Franco-German Council of Economic Experts (Conseil d’analyse économique et German Council of Economic Expert, 2024), Renforcer les marchés de capitaux de l’Union européenne, déclaration commune, juillet (extrait).....	55
Annexe 2.8 Silvia Merler and Nicolas Véron (2024), Memo to the commissioner responsible for financial services, Bruegel, September (extract).....	58

1. Depuis 25 ans que le dossier de la supervision des marchés de capitaux est évoqué au niveau de l'UE, c'est la convergence entre superviseurs nationaux au détriment d'une supervision centralisée qui a toujours été privilégiée

1.1 Le Système Européen de Supervision Financière (SESF/ESFS), a été institué en 2010 avec le principe que la supervision devait rester pour l'essentiel une responsabilité nationale

L'ESFS est composé d'une autorité macroprudentielle, le Comité européen du risque systémique (CERS/ESRB) et de trois autorités européennes de supervision sectorielles, les ESA : l'Autorité bancaire européenne (ABE/EBA), l'Autorité européenne des assurances et des pensions (AEAPP/EIOPA) et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF/ESMA).

La marche vers une supervision des marchés financiers plus unifiée dans l'UE est une longue marche. En 1998, les autorités nationales constituent le FESCO (Forum of European Securities Commissions), groupe informel d'échange et de coordination. En 2000, le Conseil mandate un groupe de sept « sages »³ présidé par Alexandre Lamfalussy (Committee of Wise Men's recommendations, 2001) pour faire des propositions afin de pouvoir disposer rapidement d'un marché unique en matière de titres financiers (*a single market in securities*) et dans cette perspective de préciser la manière d'obtenir une bonne application des règles européennes par les superviseurs nationaux (« *the Committee will propose various approaches to adjusting the practice of regulation and cooperation between regulators in response to current developments* »). Le rapport final, globalement très sévère sur l'élaboration de la réglementation financière (« *too slow, too rigid, produces too much ambiguity, fails to distinguish between core, enduring, essential framework principles and practical day-to-day implementing rules* ») mentionnait simplement en termes de mise en œuvre la nécessité de renforcer la coopération entre les régulateurs nationaux. Ce fut l'une des missions du Committee of European Securities Regulators (CESR/CERVM) créé en juin 2001 par une décision de la Commission européenne comme un comité consultatif mais qui « doit également contribuer à une mise en œuvre cohérente et en temps voulu des règles communautaires dans les États membres, par la voie d'une coopération plus efficace entre les autorités de surveillance nationales en observant une procédure d'évaluation réciproque et en promouvant les bonnes pratiques » (Commission européenne, 2001).

³ Ce groupe de sept "sages" ne comprenait aucun français.

En octobre 2004, le CESR établit un rapport, dit Himalaya Report, traitant des outils de supervision nécessaires pour un marché financier européen (*Which supervisory tools for the EU securities markets?*, 2004). Il privilégie fortement la convergence des pratiques de supervision à travers des approches coopératives et la pression des pairs : *"the report lists possible new improvements so as to enhance the convergence in supervisory enforcement and decision making (including an extended mediation mechanism); to develop significantly, within the legal limits, the role of CESR as "supervisor of national supervisors" through thorough peer pressure instruments; the possible definition of a "mission statement" for EU securities supervisors; and finally, developing a better access by regulators or by the general public to regulatory information on an EU-wide basis"*. Il conclut : *"the mention of trans-national options is risky in the sense that the focus of attention is likely to move too soon into this field. CESR believes that these options should be considered only if it is very clear that the present system cannot be developed to provide proper solutions to the questions of supervisory convergence"*.

On passera de CESR, comité consultatif, à l'European System of Financial Supervisors (ESFS), autorité indépendante, à la suite des recommandations du groupe de haut-niveau sur la supervision financière dans l'Union européenne présidé par Jacques de Larosière (2009). Mais il est clair que dans les propositions du rapport, la quasi-totalité de la supervision reste exercée au niveau national :

« Recommandation 18 : Un Système européen de surveillance financière (ESFS) devrait être mis sur pied. **Il s'agirait d'un réseau décentralisé** :

- **les autorités de surveillance nationale existantes continueraient à assurer la surveillance courante** ;
- trois nouvelles Autorités européennes remplaçant le CECB, le CECAPP (CEIOPS) et le CERVM seraient créées, leur rôle étant de **coordonner** l'application des normes de surveillance et de **garantir une coopération poussée** entre les autorités de surveillance nationales ;
- des collèges des autorités de surveillance seraient créés pour tous les grands établissements transfrontaliers. »

Des exceptions à une supervision nationale sont certes introduites dans la recommandation 22, pour des institutions *EU-wide*, c'est ce qui deviendra l'ESMA, visées, par exemple, avec des agences de notation et des infrastructures post-marché, c'est-à-dire les chambres de compensation (CCP) et des dépositaires centraux (CSD)⁴.

⁴ « Outre les compétences actuellement exercées par les comités de niveau 3, les Autorités auraient notamment les compétences clés suivantes :

i) médiation juridiquement contraignante entre les autorités de surveillance nationales ;
ii) adoption de normes de surveillance contraignantes ;

En fait, les principes directeurs de la supervision financière dans l'UE consisteraient, selon le rapport, en des réglementations sans options nationales, avec des interprétations élaborées au niveau européen par les ESA, une supervision effectuée de façon homogène selon les principes fixées par ces autorités qui contrôlent les autorités nationales avec des *peer reviews*. La supervision s'exercerait, en tant que de besoin, sur une base collaborative à travers des collèges de supervision.

Les préconisations du rapport furent largement mises en œuvre, sauf que dans le domaine des marchés financiers (le problème de la surveillance bancaire voire des assurances étaient en fait plus largement traité dans le rapport que celui des marchés financiers), seules des agences de notation de crédit furent mises sous supervision de l'ESMA et pas les infrastructures post-marché ; aucun cas de collèges de superviseurs, hors les CCP, n'émergea, les *binding supervisory standards* ne furent que très peu élaborés et le renforcement des *peer reviews* dut attendre la revue du cadre fondateur des ESA en 2017/2019.

Avec des pouvoirs de supervision très limités, l'organe de décision de l'ESMA était le Conseil des autorités de surveillance, composé des autorités nationales (29 à l'époque) avec un président à l'origine sans droit de vote et des observateurs. Les décisions se prennent, selon le cas, à la majorité simple ou, s'agissant des projets de normes techniques ou d'orientations, à la majorité qualifiée⁵. Un Conseil d'administration était également institué, composé de six des superviseurs nationaux et le président, avec des compétences essentiellement de gestion interne (budget et politique du personnel) et de préparation du programme de travail.

Le rapport préconisait une revue de l'ESFS trois ans après sa mise en place, en particulier pour examiner *the case for wider supervisory duties at the EU level*. Mais il suggérait une grande prudence en ce domaine : « **A propos de l'idée, souvent émise, de l'unification de toutes les activités de surveillance relatives aux établissements transfrontaliers à l'échelon de l'Union européenne, le Groupe considère qu'on ne devrait l'envisager que si elle était étayée par des arguments irréfutables en sa faveur.** La complexité et les coûts inhérents à une telle proposition (qui se traduirait par un système de surveillance à deux niveaux, l'un pour les établissements transfrontaliers et l'autre pour les établissements purement nationaux), ses implications politiques et la difficile question du partage des charges dans un contexte transfrontalier sont tels que le Groupe a des doutes

iii) adoption de décisions techniques contraignantes applicables à des établissements financiers donnés ;

iv) supervision et coordination des collèges des autorités de surveillance ;

v) désignation, le cas échéant, d'autorités de surveillance de groupes financiers ;

vi) **octroi d'autorisations et surveillance de certains établissements d'envergure européenne (par exemple les agences de notation du crédit et les infrastructures post- négociation) ;**

vii) coopération contraignante avec l'ESRC pour assurer une surveillance macroprudentielle adéquate.

Les autorités nationales resteraient pleinement responsables de la surveillance courante des entreprises ».

⁵ La majorité qualifiée se définit comme étant égale à au moins 55 % des Etats membres et au moins quinze d'entre eux et représentant au moins 65 % de la population de l'UE.

sur les possibilités de la mettre en œuvre dans la situation actuelle. Ce scénario gagnerait évidemment en viabilité si l'UE décidait d'opter pour une intégration politique plus poussée. »

Quelques années plus tard (2013), la crise des dettes souveraines et ses conséquences sur un système bancaire de l'UE, déjà affaibli par la grande crise financière de 2008, conduisait cependant à mettre en place le SSM avec le dispositif à deux étages évoqué avec prudence par le rapport Larosière, mais au seul niveau de la zone euro (les autres pays de l'UE pouvaient rejoindre le SSM sur une base volontaire mais le succès fut limité⁶) justifié par la nécessité d'avoir un système bancaire avec une solvabilité homogène pour conduire une politique monétaire efficace.

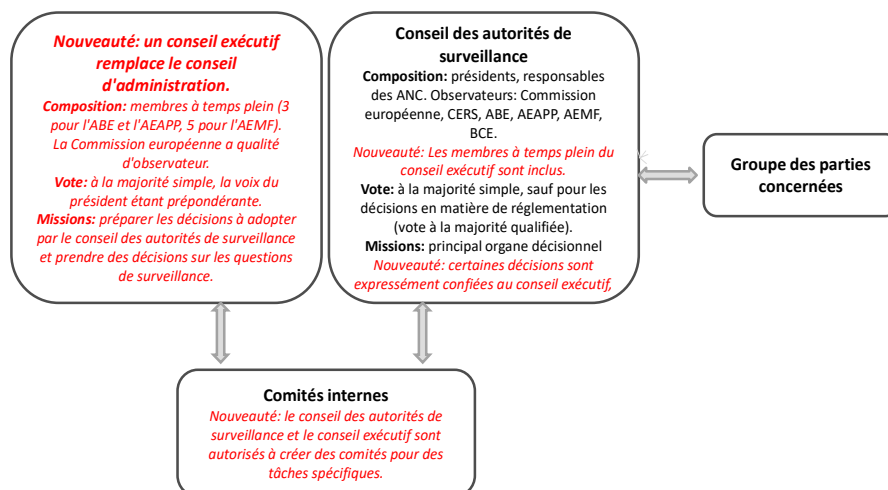
1.2 Dans le cadre de la revue de l'ESFS, la Commission européenne a bien proposé en 2017 un renforcement significatif des responsabilités de supervision de l'ESMA et, de ce fait, une modification de sa gouvernance mais elle n'a pas été suivie par le Conseil.

S'agissant des responsabilités de supervision, la Commission européenne proposait (Commission européenne, 2017b) ainsi d'étendre la supervision directe de l'ESMA :

- aux fonds ayant fait l'objet d'un règlement européen (par opposition à ceux couverts par des directives OPCVM et AIFM), à savoir les fonds couverts par les règlements EuVECA, EuSEF et ELTIF ;
- aux activités liées aux services de communication de données ;
- aux administrateurs d'indices de référence d'importance critique ;
- à l'approbation de certains prospectus, ceux pour les marchés de gros pour les titres autres que de capital offerts uniquement aux investisseurs qualifiés, ceux qui se rapportent à des catégories spécifiques de titres complexes, tels que les titres adossés à des actifs, ou qui sont établis par des émetteurs spécialistes, et ceux établis par des émetteurs de pays tiers.

L'élargissement de ces pouvoirs de supervision directe s'accompagnait d'une réforme de la gouvernance avec l'institution d'un conseil exécutif composé du président et de 5 membres à temps plein (ces derniers n'ayant toutefois pas le droit de vote au Conseil des autorités de surveillance) en charge notamment de prendre toutes les décisions sur les questions de surveillance selon le schéma ci-dessous :

⁶ Le SSM s'est étoffé avec l'élargissement de la zone euro mais seule la Bulgarie a rejoint le SSM en 2020 avec un accord de coopération renforcée.



En parallèle, une réforme de la supervision des CCP était proposée par un texte, *European Markets Infrastructure Regulation* (EMIR) (Commission européenne, 2017a), qui renforçait le rôle de l'ESMA en lui confiant :

- les pouvoirs de supervision sur les CCP de pays tiers (supervision directe des CCP systémiques dites du Tier 2) et
- des pouvoirs élargis sur les CCP de l'UE en exigeant son approbation pour toute une série de décisions que souhaitent prendre les autorités nationales.

Pour ce faire, la gouvernance de l'ESMA était également modifiée en instituant pour les CCP, à côté de la structure décrite ci-dessus, une Session exécutive, composée de trois membres à temps plein et, pour les dossiers concernant les CCP de l'UE, d'un représentant de l'Autorité nationale compétente des pays de l'UE disposant d'une CCP ainsi que, sans droit de vote, d'un représentant de la banque centrale d'émission concernée de chaque CCP ; la Session exécutive était décisionnaire et informait le Conseil des autorités de surveillance de ses décisions.

Faute de consensus politique, rien de tout cela ne prospéra vraiment ; seules furent retenues :

- la supervision directe d'activités liée aux services de communication de données et des administrateurs d'indices de référence d'importance critique (en fait de l'administrateur au singulier puisque seul l'Euribor a été reconnu comme d'importance critique). Cela ne justifiait pas la réforme de la gouvernance évoquée avec l'introduction du nouveau Conseil exécutif et, en fait, le seul ajout en termes de gouvernance fût celui du droit de vote accordé au président ;
- la supervision des CCP de pays tiers et une version très atténuée du renforcement de la responsabilité sur les CCP de l'UE ; le périmètre des décisions des autorités nationales qui sont soumises à la Session exécutive est plus limité qu'envisagé et des décisions prises par le Conseil

des autorités de surveillance sur proposition de la Session exécutive ne sont plus contraignantes. La philosophie retenue est clairement énoncée dans le premier paragraphe de l'article 23 bis du règlement EMIR révisé : « *L'AEMF joue un rôle de coordination entre les autorités compétentes et entre les collèges en vue de créer une culture commune en matière de surveillance et des pratiques cohérentes en matière de surveillance, d'assurer la mise en place de procédures uniformes et d'approches cohérentes, ainsi que de renforcer la cohérence des résultats en matière de surveillance, en particulier en ce qui concerne les domaines de surveillance ayant une dimension transfrontalière ou une éventuelle incidence transfrontalière* » (Parlement européen et Conseil, 2019).

2. Devant les lenteurs de la mise en place de cette supervision européenne homogène, la nécessité de la renforcer significativement dans le secteur des marchés financiers a fait l'objet de multiples prises de position, alignées dans leurs principes généraux, pas toujours dans leurs modalités.

Ces prises de positions s'inscrivent dans un environnement marqué par les limites intrinsèques d'un modèle coopératif et ses conséquences négatives ainsi que par la nécessité de mettre en place une véritable Union de l'épargne et des investissements qui permette de réaliser les investissements nécessaires pour assurer les grandes transitions qui doivent être réalisées dans l'économie européenne.

La fin de la mandature européenne en 2024 a coïncidé avec la prise de conscience d'un certain déclin économique et financier de l'UE par rapport au reste du monde, en particulier aux Etats-Unis, et du fait que le financement des grands défis auxquels elle était confrontée (transitions climatique, numérique et démographique), alors même que les moyens publics dédiés à la défense devraient être renforcés, ne pourrait être assuré que par une avancée décisive dans l'Union des marchés de capitaux, rebaptisée dans cette perspective Union de l'épargne et des investissements. Si une supervision unifiée des marchés de capitaux n'assurerait bien entendu pas, à elle seule, cette union tant les questions d'orientation de l'épargne et de systèmes de retraite sont décisives, il apparaissait, après 15 ans de recherche d'une convergence qu'une supervision plus unifiée avec une composante directe par une autorité européenne, l'ESMA, serait une condition nécessaire pour la réussite du projet. En effet, sans sous-estimer les progrès obtenus dans cette

marche vers une convergence de la supervision à travers⁷ la multiplication des textes de niveau 3 (les *guidelines* ou les *supervisory briefings*), la définition d'actions de surveillance communes, la discussion de cas concrets de problématiques rencontrées lors de contrôles, la réalisation de revue par les pairs des pratiques de supervision dans des domaines spécifiques... force est de constater que pour l'essentiel ces actions sont incitatives, très consommatrices de moyens humains et n'aboutiront à une supervision réellement homogène, susceptible d'être remise en cause à tout moment, que sur le long terme.

De nombreuses voix se sont donc exprimées pour introduire une dose significative de supervision directe.

2.1 Les diverses propositions en faveur d'une supervision unique couvrent des périmètres différents et parfois définies de façon très générale

Au-delà de l'affirmation selon laquelle plus de supervision par l'ESMA est nécessaire, on est frappé par la prudence de nombreux rapports lorsqu'il s'agit de préciser ces nouvelles responsabilités et par la conscience que toute centralisation de la supervision à l'ESMA constitue un sujet politiquement sensible. Il est vrai que le Traité ne donne pas une compétence exclusive à l'UE dans ce domaine mais une compétence partagée ce qui rend les réformes complexes.

Dans un discours très remarqué, Christine Lagarde a appelé en novembre 2023 (annexe 2.1) à un virage kantien (*a Kantian shift*, ce qui signifie sans doute que cela devrait être un impératif catégorique) qui correspondrait à une approche par le haut (*top-down*) imposant un seul responsable européen à l'image de la SEC des Etats Unis au lieu de l'approche actuelle qui serait par le bas (*bottom-up*) dans la mesure où elle résulte d'une coordination entre les superviseurs nationaux. Elle se limite cependant, semble-t-il, à préconiser la supervision par l'ESMA d'institutions susceptibles de poser des risques systémiques à savoir les « **large cross-border firms and market infrastructures such as EU central counterparties** ». On est donc très loin de viser une SEC européenne (ce serait plutôt une Commodity Futures Trading Commission (CFTC) européenne qui serait la référence).

Enrico Letta dans son rapport d'avril 2024 (annexe 2.4) a une approche potentiellement plus précise puisqu'il considère que l'ESMA « *could assume more supervisory responsibilities for major entities based on criteria such as size, cross-border activities, and their systemic importance, encompassing trading venues,*

⁷ L'ESMA présente ainsi son action en faveur de la convergence de la supervision: "*Supervisory convergence implies developing consistent interpretation of rules, building sound and effective supervisory capabilities, coordinating approaches and activities, conducting concerted supervisory actions across the EU, and reviewing and sharing good practices. ESMA applies different supervisory tools to its convergence work*" ([ESMA, site, Supervision and Convergence](#)).

issuers, asset managers, and other financial market participants". Mais il reste très prudent considérant qu'à ce stade un superviseur unique serait prématuré. Il préconise donc, contrairement à Christine Lagarde dans la terminologie, une approche *bottom-up* pragmatique fondée sur une appréciation du niveau d'intégration des marchés, avec deux options dont on ne mesure pas bien la différence si ce n'est en termes de calendrier (la seconde renvoyant l'extension du champ de la supervision à des horizons lointains) :

- *"One option involves shifting the supervision of the most integrated markets or significant market players to ESMA, particularly when supervision proves more effective at a supranational level, such as with equity markets.*
- *Another route requires the European Commission to assess market integration for each Directive or Regulation moving forward. This assessment aims to pinpoint where supervisory efficiency is most advantageous and suggests a data-driven handover to ESMA whenever a Directive or Regulation undergoes review".*

Dans son rapport de septembre 2024, Mario Draghi (annexe 2.7) préconise de commencer par donner à l'ESMA la supervision exclusive des grands émetteurs⁸ et de certaines infrastructures de marché, il cite les grands marchés réglementés et les CCP. Il suggère de traiter les fonds d'investissement (*mutual funds*) *"which is likely to be more controversial* dans un second temps.

Le rapport de Christian Noyer (avril 2024, annexe 2.5) est beaucoup plus précis, traitant de façon détaillée l'ensemble des infrastructures de marché et des gestionnaires d'actifs mais sans évoquer les émetteurs mentionnés par Enrico Letta et Mario Draghi. S'agissant des gestionnaires d'actifs, il reste prudent en ne suggérant pas, dans un premier temps, de supervision directe obligatoire mais l'institution de collèges et une possibilité pour les acteurs et pour certains fonds une option en faveur d'une supervision par l'ESMA qui les libérerait des contraintes locales⁹.

Pour le Conseil franco-allemand d'experts économiques (CAE et CGEE, annexe 2.6), la supervision pourrait être directe et, selon les secteurs, conjointe ou exclusive (sans intervention des autorités nationales). Dans ce dernier cas, il place les activités dites de gros et, a minima, l'ensemble des infrastructures des marchés financiers essentielles à l'échelle de l'UE, telles que les bourses, les chambres de compensation et les dépositaires centraux de titres. Pour les activités de détail, le rôle de l'ESMA

⁸ *"Large multinational issuers i.e. those with subsidiaries in various EU Member State jurisdictions and revenue, and/or total assets above a certain threshold, a natural identifying criteria would be issuers belonging to major indices such as the CAC40, DAX, Euro Stoxx 50, FTSE MIB, IBEX 35, or else – if one wants to be more encompassing – the STOXX Europe 600"*

⁹ Il s'agirait d'une forme de « 28^e régime » optionnel, à l'instar de ce qui avait été initialement proposé pour les plateformes européennes de *crowdfunding*.

serait renforcé en tant que centre de décision pour des tâches partagées avec les autorités nationales.

2.2 Tous appellent à une révision de la gouvernance de l'ESMA et à conserver un rôle important aux autorités nationales.

Lorsque l'extension des pouvoirs de supervision de l'ESMA est évoquée, une réforme de sa gouvernance est systématiquement préconisée. Le SSM constitue alors une référence naturelle pour repenser l'organisation de l'ESMA. Que cela soit pour la gestion des dossiers de supervision avec ses JST (*Join Supervisory Teams*) associant, sous la direction de la BCE, des agents de la BCE et des superviseurs nationaux, ou pour les prises de décision avec sa gouvernance. Sur ce dernier point, au-delà d'une certaine confusion entre la gouvernance du SSM et celle de la BCE, on peut penser que ces modèles ne sont pas mécaniquement pertinents dans le domaine de la supervision, tout particulièrement la supervision des marchés¹⁰.

Pour Enrico Letta, la gouvernance de l'ESMA doit ainsi s'articuler autour d'un directoire de six membres à temps plein et d'un conseil composé des autorités nationales et des six membres du directoire¹¹. Il ne précise toutefois pas les responsabilités de ce directoire et n'évoque pas la question des droits de vote. Mario Draghi, n'est pas plus précis, et renvoie au rapport d'Enrico Letta¹².

La gouvernance du SSM et de la BCE sont synthétisées dans l'encadré ci-dessous :

La gouvernance de la BCE

- Le Conseil des gouverneurs

Les 6 membres du directoire et les gouverneurs des banques centrales des pays ayant adopté l'euro (soit 20 gouverneurs actuellement).

¹⁰ Dans le rapport de Mario Draghi, cette orientation semble justifiée par des considérations tactiques : *"To overcome likely opposition, the EU regulator will have to share supervision with national regulators and elicit their cooperation along lines similar to what the SSM does with national central banks in euro area bank supervision"* (le Conseil du SSM donne en fait un droit de vote aux représentants des superviseurs bancaires nationaux qui ne sont pas toujours les banques centrales nationales). En tout état de cause, la gouvernance du SSM résulte en partie de la volonté de ne pas modifier le traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE) et de rattacher donc cette gouvernance à celle de la BCE.

¹¹ *"When the ECB was created, the choice was to add six 'other' members to the Governors of Central Banks in the Governing Board and in the General Council: the six independent members constitute the executive board of the ECB. A similar choice should be made for the ESAs. The Management Board should be composed of six independent and highly-qualified individuals, including the Chair, appointed by a qualified majority of the Council and an opinion of the European Parliament. The Board of Supervisors should be composed of the heads of the national competent authorities plus the 6 members of the Management Board"*.

¹² *"To enable ESMA to take swift and decisive action in sensitive areas, it would be important to add six independent and highly-qualified individuals, including the Chair, to ESMA's Management Board, as proposed by the Letta report"*.

Le nombre des membres votants est, pour la plupart des décisions, limité à 21 : les 6 membres du directoire et 15 gouverneurs avec un système de rotation à l'intérieur de 3 groupes de pays (établis en fonction de la taille)¹³.

Dans certains cas, l'ensemble des membres du Conseil ont un droit de vote (modification des statuts), ou seuls l'ensemble des gouverneurs ont un droit de vote¹⁴ car leur voix est alors pondérée par leur part dans le capital (fonction du PIB et de la population de l'Etat membre), la pondération des membres du directoire est alors de zéro.

- Le Directoire

6 membres nommés pour 8 ans non renouvelables.

Le directoire est responsable de la gestion courante de la BCE, il met en œuvre la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le conseil des gouverneurs ; il peut recevoir délégation de certains pouvoirs par décision du conseil des gouverneurs.

- Le Conseil général

Le président et le vice-président de la BCE et les gouverneurs des banques centrales de l'Union (soit 27 gouverneurs actuellement) ; ses responsabilités sont essentiellement consultatives.

La gouvernance du SSM

- Le Conseil de surveillance

Les membres votants sont un représentant par autorité nationale de supervision couverte par le MSU (soit les 20 pays de la zone euro actuellement) et 6 membres dont un président, un vice-président (membre du directoire de la BCE) et 4 membres nommés par la BCE.

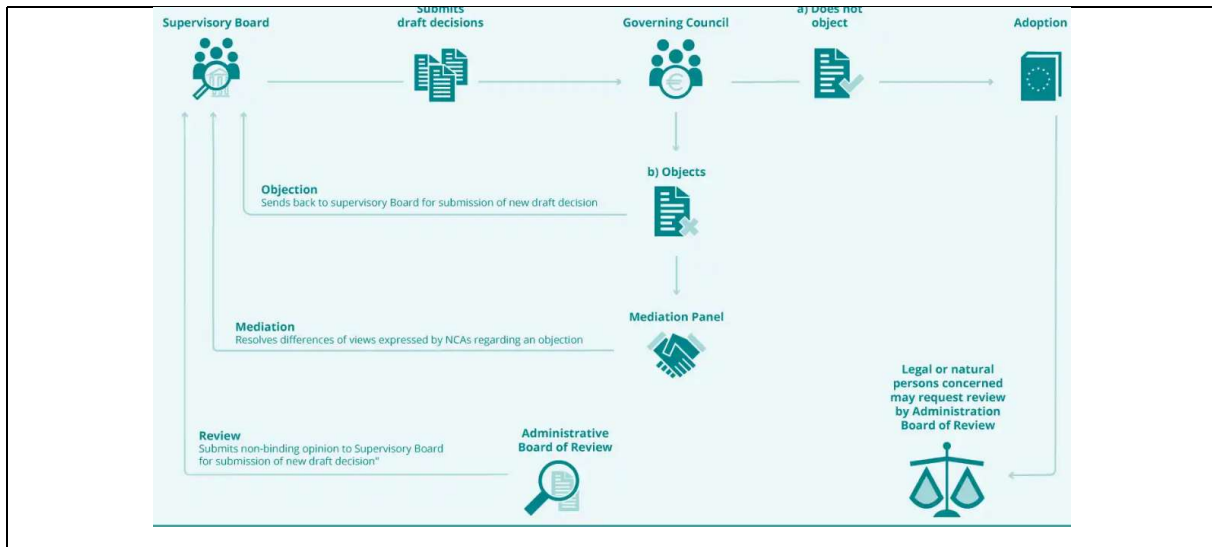
Les décisions du Conseil sont prises à la majorité simple sans pondération et sont en fait des propositions de décision qui sont transmises pour accord au Conseil des gouverneurs de la BCE.

- Le Comité de pilotage

C'est une formation restreinte du Conseil de surveillance qui prépare les réunions du Conseil sans pouvoir de décision.

¹³ En novembre 2024, les gouverneurs de 5 pays n'ont pas droit de vote (Pays-Bas, Belgique, Estonie, Slovaquie, Finlande).

¹⁴ Décisions relatives au transfert des réserves de change, à la répartition du revenu monétaire...



Le rapport Noyer et le papier Silvia Merler - Nicolas Véron pour Bruegel (annexe 2.8) font référence à des structures de gouvernance différentes lorsqu'il s'agit de supervision directe par l'ESMA sans droits de vote accordés aux superviseurs nationaux à l'image de ce qui a été retenu pour le Conseil de résolution unique ou l'Autorité de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (AMLA, cf. infra).

La déclaration commune du Conseil franco-allemand d'experts économiques (annexe 2.6) appelle à réformer l'ESMA (ainsi que EIOPA). La structure réformée pourrait consister en un conseil exécutif resserré de cinq ou six membres qui aurait l'autorité exclusive sur toutes les décisions administratives et de supervision. Le conseil des autorités de supervision actuel de l'AEMF resterait l'organe de décision pour l'élaboration des règles. Pour exercer ses responsabilités de supervision (exclusives ou partagées), une organisation multisite est suggérée avec des bureaux de l'ESMA dans les principales places financières de l'UE (une dizaine sont citées) notamment pour « atténuer les craintes qu'une AEMF/ESMA plus forte favoriserait unilatéralement Paris en tant que place financière ».

3. Quel périmètre pour la supervision européenne centralisée et quel rôle pour l'ESMA ?

Dans l'UE, la supervision centralisée ne concerne jusqu'à présent que des secteurs et activités relativement homogènes et/ou avec une réglementation rassemblée dans un nombre relativement limité de textes. C'est le cas pour les banques avec le SSM (CRR et CRD) ou pour le respect des dispositions anti-blanchiment et financement du terrorisme avec l'AMLA. Le secteur des marchés de capitaux est plus diversifié avec une multitude d'acteurs différents et des réglementations nombreuses par typologie d'acteurs (émetteurs, plateformes de négociation,

dépositaires centraux, actionnaires, agences de notation...) ou de produits (OPCVM, fonds alternatifs, titrisation...). Définir le périmètre pour lequel une supervision centralisée serait légitime dans ce secteur est donc un exercice complexe qui nécessite de définir des critères appropriés qui sont différents selon ses composantes.

L'exercice est d'autant plus difficile qu'il faut justifier qu'une supervision centralisée est, pour certains acteurs ou produits, préférable à une mosaïque de supervisions nationales coordonnée par l'ESMA, ; mosaïque qui serait d'autant plus justifiée que les spécificités juridiques nationales sont nombreuses et qu'une proximité des acteurs économiques serait indispensable pour assurer en particulier la protection des épargnants.

L'histoire nous a montré qu'une telle évolution se fait rarement « à froid » mais au sortir d'une crise : c'est l'impact de la crise des dettes souveraines de la zone euro sur des banques affaiblies par la crise de 2008 qui a précipité la création du SSM malgré les nombreuses « options nationales » et des cadres juridiques nationaux différents, notamment s'agissant du droit des créanciers ; l'AMLA est la conséquence des défaillances observées dans certains pays dans la lutte contre le blanchiment des capitaux et de la crise de la dette souveraine dans un contexte où les sanctions prises à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie mettaient en évidence la nécessité d'eupérianiser le dispositif ; aux Etats-Unis, la création de la SEC, en 1934, est une conséquence directe du krach de 1929 et de la dépréciation qui l'a suivi. La supervision nationale des acteurs financiers nationaux est vue comme un élément important de la souveraineté nationale et nourrit les réticences à une supervision européenne ; il faut une crise particulièrement grave pour les surmonter.

Deux critères sont très généralement mentionnés pour définir le champ de la supervision centralisée : la systémicité et le caractère transfrontière de l'activité. Pour la systémicité, l'idée est de couvrir les entités dont le défaut serait très préjudiciable à l'UE, éventuellement en entraînant des défauts en chaîne ; pour le caractère transfrontière l'idée est de dépasser le débat *home/host* et d'assurer une égalité de traitement entre les juridictions pour des établissements dont l'activité dépasse le cadre national. Bien entendu, il faudrait également montrer qu'une supervision centralisée, s'appuyant en tout états de cause sur les moyens actuels des superviseurs nationaux, ne sera pas plus coûteuse que des supervisions nationales coordonnées par l'ESMA¹⁵.

¹⁵ L'instauration du SSM a conduit à doubler le coût de la supervision bancaire dans la zone euro (les effectifs des superviseurs nationaux n'ont pas diminué et ceux de la BCE se sont rapidement développés avec un coût salarial unitaire très significativement supérieur à celui des superviseurs nationaux), mais on peut considérer que la situation précédente, sans réelle coordination des superviseurs nationaux était sous-optimale.

L'ESMA (2024), dans son papier de position "*Building more effective and attractive capital markets in the EU*" était naturellement assez prudente sur la supervision directe mais reprenait ces mêmes critères : savoir si ces entités opèrent avec une forte dimension transfrontalière et paneuropéenne, si elles peuvent présenter un risque élevé d'arbitrage réglementaire, ou si des gains d'efficacité peuvent être mieux réalisés au niveau de l'UE¹⁶.

Les critères qui déterminent la systémicité et/ou la supervision directe ont fait l'objet de multiples travaux dans le domaine bancaire.

Le Financial Stability Board (FSB) a ainsi retenu cinq critères utilisés pour déterminer les banques d'importance systémiques qui font l'objet d'une majoration de leurs exigences en fonds propres : la taille, les interconnexions, la substituabilité, la complexité, et le caractère multi-juridictions. Ces critères se déclinent avec une batterie d'indicateurs qui aboutissent à un score de systémicité. Pour déterminer les banques d'importance systémique mondiale, il y a ainsi 14 indicateurs ; pour les autres banques d'importance systémique, les indicateurs sont laissés à la main des autorités nationales, selon une approche fixée, pour l'UE, par une orientation de l'ABE (2014)¹⁷.

Toutes les banques de la zone euro jugées systémiques au niveau mondial ou au niveau national font bien l'objet d'une supervision directe par la BCE dans le cadre du SSM, mais le champ de la supervision directe va bien au-delà et le règlement instituant le SSM (2013) prévoit que les groupes bancaires importants sont sous supervision directe, l'importance étant appréciée sur la base des critères suivants :

- i) la taille : « *valeur totale de ses actifs est supérieure à 30 milliards d'euros* »,
- ii) l'importance pour l'économie de l'Union ou d'un Etat membre participant : « *le ratio entre ses actifs totaux et le PIB de l'Etat membre est supérieur à 20 %, à moins que la valeur totale de ses actifs soit inférieure à 5 milliards d'euros* » ;

¹⁶ "While much of the capital market activity should continue to be supervised at national level, the European Commission and co-legislators should continue evaluating whether specific areas of EU capital markets may benefit from EU-level supervision, such as large pan-European market infrastructures or crypto-asset service providers. Such considerations should be based on certain criteria, such as whether those entities operate with a strong cross-border, pan-European dimension, whether they may present a high risk of regulatory arbitrage, or whether efficiency gains can be achieved better at EU level. Further criteria may need to be taken into account on a case-by-case basis, depending on the specific nature of the sector under consideration, and the risks it may present".

¹⁷ En France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) se fonde sur 10 indicateurs (Méthodologie A-EIS) :

1. Total de l'actif de l'entité concernée (taille)
2. Valeur des opérations de paiement nationales de l'entité concernée
3. Montant des dépôts du secteur privé provenant de déposants de l'UE auprès de l'entité concernée
4. Encours des prêts accordés par l'entité concernée au secteur privé destinés à des bénéficiaires dans l'UE
5. Valeur notionnelle de produits dérivés de gré à gré de l'entité concernée
6. Passifs transfrontaliers de l'entité concernée
7. Encours des créances transfrontalières
8. Passifs au sein du système financier de l'entité concernée
9. Actifs au sein du système financier de l'entité concernée
10. Encours total de titres de créance de l'entité concernée

- iii) l'importance des activités transfrontalières de l'établissement (valeur totale de ses actifs est supérieure à 5 milliards d'euros et le ratio entre ses actifs transfrontaliers et le total de ses actifs est supérieur à 20 % ou le ratio entre ses passifs transfrontaliers et le total de ses passifs est supérieur à 20 %)

Un établissement respectant ces critères peut cependant ne pas être sous supervision directe de la BCE si des circonstances particulières justifient de considérer que cette supervision directe n'est pas justifiée.

Par ailleurs,

- la BCE peut également, de sa propre initiative, considérer qu'un établissement présente un intérêt important s'il a établi des filiales bancaires dans plus d'un Etat membre participant et si ses actifs ou passifs transfrontaliers représentent une partie importante de ses actifs ou passifs totaux, sous réserve des conditions fixées dans la méthodologie.
- Les établissements pour lesquels une aide financière publique a été directement demandée ou reçue du Fonds européen de stabilité financière (FESF) ou du Mécanisme européen de stabilité (MES) ne sont pas considérés comme moins importants.
- Nonobstant les alinéas précédents, la BCE s'acquitte des missions en ce qui concerne les trois établissements de crédit les plus importants dans chacun des États membres participants, sauf si des circonstances particulières justifient qu'il en soit autrement.

Au total, la BCE supervise directement 113 groupes bancaires représentant plus de 800 institutions. Sur ces 113 groupes, un seul a cependant été identifié sur le seul critère des activités transfrontières (la banque autrichienne Addiko Bank). A l'inverse, pour trois banques qui remplissent les critères pour être sous supervision directe (et qui gèrent des infrastructures de marché majeures de l'UE), des circonstances particulières ont été invoquées pour les laisser sous supervision nationale : Euroclear Bank, Eurex Clearing et la Banque Centrale de Compensation (LCH SA).

On dispose également, pour les CCP de pays tiers, des critères retenus dans un règlement délégué pour mesurer leur systémicité au regard de leur activité dans l'UE (2020) : montant annuel des opérations de compensation, montant des positions ouvertes...

Les critères précis qui seront retenus pour déterminer les établissements sous supervision directe par l'AMLA restent à préciser par l'autorité mais le règlement

fixe les principes de base – le critère principal est le risque résiduel et leur nombre devrait, en principe, être de 40 – et prévoit un dispositif complexe à deux étages :

- Il est d'abord procédé à une évaluation du risque résiduel de tous les établissements de crédit et les établissements financiers qui opèrent d'une manière ou d'une autre dans au moins six Etats membres ;
- les établissements présentant un risque résiduel élevé sont ensuite retenus sous réserve qu'ils ne soient pas plus de 40 entités ; si c'est le cas, soit les établissements retenus sont ceux qui sont présents dans le nombre le plus élevé d'Etats membres soit on augmente le nombre d'établissements retenus.

On peut enfin considérer, à l'image de ce qui a été retenu pour le SSM et pour l'AMLA, qu'une fois qu'une institution est éligible à la supervision centralisée au regard de ces critères, c'est l'ensemble du groupe et de ses entités liées qui, pour ses activités régulées relevant du domaine financier, devrait faire l'objet d'une supervision centralisée. En effet une réforme de la supervision n'a pas vocation à ajouter de la complexité et de la fragmentation au paysage déjà bien encombré. Cela signifie par exemple que si un marché réglementé devait être supervisé directement par l'ESMA, alors les *Multilateral Trading Facilities* (MTF) et *Organised Trading Facilities* (OTF) appartenant au même groupe passeraient aussi sous supervision centralisée.

Comme l'illustrent ces précédents, les critères à mobiliser dépendent des activités conduites et des approches spécifiques sont nécessaires afin de déterminer, dans chaque cas, quels sont les bénéfices d'une supervision centralisée et quelle est la bonne dose d'implication locale. On examinera ainsi :

- si une défaillance individuelle est susceptible d'avoir des conséquences lourdes au-delà du cercle national, notamment en raison de l'importance de l'activité transfrontière ou d'un possible effet domino ;
- si l'efficacité impose une dose prépondérante ou non de traitement national, notamment en raison des spécificités des cadres juridiques nationaux.

On se limitera ici aux trois grandes familles qui structurent les marchés financiers : les émetteurs, les infrastructures (plateformes de négociation, CCP, CSD) et gestionnaires d'actifs (sociétés de gestions et fonds d'investissement) en posant comme hypothèse d'organiser une supervision unique avec une supervision directe pour les acteurs/produits qui le justifieraient en raison de leur poids, les risques associés et/ou leurs caractéristiques européennes, les autres restant sous une supervision nationale encadrée par l'ESMA.

3.1 Les émetteurs

C'est d'abord aux émetteurs que se réfère la SEC (2024) dans la description de ses missions, tant pour ce qui est de la protection des investisseurs (*"Companies offering securities for sale to the public must tell the truth about their business, the securities they are selling, and the investment risks"*) que du développement économique (*"Our regulatory governance provides companies and entrepreneurs with a variety of avenues to access the U.S. economy's capital markets to help them create jobs, develop life-changing innovations and technology, and provide financial opportunities for those who invest in them. Access to capital is particularly critical for small businesses, which create approximately two-thirds of all new jobs in the U.S. economy"*).

Et de fait, alors que la capitalisation boursière sur les marchés réglementés de l'UE est du même ordre de grandeur que le PIB, les émetteurs ont très généralement une activité économique qui dépasse le cadre national et visent dans leurs émissions/cotations des investisseurs au-delà du périmètre national. Leur capacité à se financer sur les marchés est par ailleurs décisive pour assurer la croissance économique de la zone et la réalisation effective des diverses transitions qui s'imposent à l'UE. Il convient donc de favoriser ce financement des entreprises de l'UE, quelle que soit leur localisation, par une épargne, quelle que soit son origine. Cela suffit-il pour justifier une supervision unique alors qu'à l'évidence, sa mise en œuvre dans l'UE serait complexe, notamment en raison de la diversité des droits des sociétés nationaux, du nombre élevé des réglementations dont certaines ont laissé la place à de nombreuses options nationales ? Ces réglementations couvrent en particulier :

- L'information périodique à fournir qui est encadrée par la directive dite transparence (Parlement européen et Conseil, 2004 b).
- L'information permanente et la gestion des informations privilégiées qui sont encadrées par le règlement abus de marché dit MAR (Parlement européen et Conseil, 2014 a).
- Les prospectus en cas d'appel public à l'épargne qui sont encadrés par un règlement de 2017 (Parlement européen et Conseil, 2017) en cours de révision (projet de Listing Act).
- Les opérations financières (OPA, OPE ...) qui sont encadrées par une directive de 2004 (Parlement européen et Conseil, 2004 a).

Les spécificités nationales sont nombreuses : seuil à partir duquel un prospectus est obligatoire, seuil de déclenchement obligatoire d'une OPA... Par ailleurs, la langue dans laquelle les informations sont données peut être la langue nationale ou être laissée à la discrétion de l'émetteur : en France, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a laissé aux émetteurs le choix de publier leur information réglementée soit

en français soit dans une langue usuelle en matière financière ; de facto de nombreux émetteurs, les plus grands, choisissent de publier en français et en anglais mais on rencontre encore dans l'Union des émetteurs de titres cotés sur un marché réglementé qui établissent leur information réglementée uniquement dans la langue locale.

En 2017, la Commission proposait, pour contourner le problème des spécificités nationales, de ne transférer à l'ESMA que la responsabilité de superviser certains prospectus (essentiellement ceux correspondants au marché obligataire « de gros ») mais cela aurait conduit à fragmenter encore plus la supervision des émetteurs entre plusieurs superviseurs. En fait, soit on centralise l'ensemble soit on ne centralise rien et les arguments en faveur de cette supervision centralisée restent importants ; ce sont, pour l'essentiel, les suivants :

- De nombreuses entreprises dont le siège social est dans un pays de l'Union sont cotées dans un autre pays de l'Union et leurs titres sont traités sur des plateformes qui peuvent être situées dans plusieurs autres pays de l'Union. Cela conduit à ce que plusieurs autorités soient compétentes pour un même émetteur¹⁸ ce qui est un élément de complexité inutile.
- Les pratiques de supervision des différents autorités nationales sont encore trop hétérogènes que ce soit en termes de revue des informations fournies ou de surveillance des marchés¹⁹.
- Les entreprises dont les titres sont cotés sur un marché réglementé de l'UE appliquent pour leur information périodique des normes communes tant en termes financiers (les comptes consolidés en normes IFRS) qu'extra-financiers (les normes de durabilité *European Sustainability Reporting Standards*, ESRS) ; cela milite pour une supervision unique.

Un schéma pur reviendrait à couvrir l'ensemble des émetteurs dont les titres sont traités sur un marché réglementé par une supervision unique sous l'autorité de l'ESMA mais avec un fort recours aux échelons nationaux. Un modèle à deux vitesses est envisageable avec une partie des émetteurs sous supervision directe ESMA et les autres sous supervision déléguée au niveau national.

¹⁸ Un émetteur qui a son siège social dans un État membre est soumis au droit des sociétés de cet État et tiendra ses comptes et les fera certifier dans cet État et c'est le superviseur de cet État qui est en principe le superviseur de l'émetteur ; mais il pourra faire coter ses titres dans d'autres États membres de l'UE et, si ces titres sont des obligations il pourra alors choisir son superviseur (un lieu de cotation ou l'État membre de son siège social) ; de même lorsque les titres sont traités sur plusieurs places de l'UE, l'autorité en charge de surveiller (et réprimer) les abus de marché sera celle où la liquidité est la plus grande. Cela conduit à des interactions difficiles (cas de Solutions 30 par exemple en 2021).

¹⁹ Ainsi, selon la Peer Review de l'ESMA de juillet 2022 seuls 7 des 30 superviseurs nationaux de l'Espace Économique européen (EEE) (dont l'AMF française) remplissaient totalement les attentes en termes de revue des prospectus : *"This report also identifies several areas where there are material differences between NCAs, such as the deadlines imposed by NCAs for issuers to respond to comments, NCAs' procedures for the approval of prospectuses and the additional criteria that NCAs apply to prospectuses under their scrutiny . Although these differences may appear minor at first glance, their accumulation may result in it being easier to have a prospectus approved at some NCAs than at others. Ultimately, this means that it will be more convenient for issuers to raise capital in the Member States where it is easier to have a prospectus approved"*.

Tant Enrico Letta que Mario Draghi, qui préconisent la supervision unique des grands émetteurs, restent très vagues sur le périmètre exact et sur ce que recouvre exactement cette supervision et comment elle peut s'organiser.

Les critères mentionnés dans le rapport Draghi ne semblant pas pertinents²⁰, on est tenté de se limiter à un critère de capitalisation boursière (qui peut être complété par un critère sur le flottant). En ce cas, une limite à 30 Md€ (comme pour les banques) conduirait à mettre environ 80 émetteurs dont le siège est dans 9 des 27 pays de l'UE sous supervision directe :

Nombre d'émetteurs	Capitalisation boursière supérieure à :			
	10 Md€	30 Md€	50 Md€	100 Md€
UE	225	82	45	20
FR	40	21	13	7
GE	45	19	9	4
SW	24	6	3	0
IT	17	6	4	0
SP	18	5	4	1
IE	19	9	5	3
NL	20	11	5	3
Autres Etats membres	42	5	2	2

L'Etat correspond à l'Etat du siège social, pas de la cotation principale

Si on ajoute un minimum d'un émetteur par Etat sous réserve que la capitalisation boursière soit supérieure à 10 Md€, on aboutit à 15 Etats pour environ 90 émetteurs.

En tout état de cause, si, a minima, on devait ne mettre sous supervision unique que les aspects les plus « européens » de la supervision des émetteurs on se concentrerait sur :

- l'information périodique des (grands) émetteurs cotés sur un marché réglementé (information financière en normes IFRS homologuées dans l'UE et normes extra-financières conformes à la *Corporate sustainability reporting directive*, CSRD) ;
- la surveillance de l'ensemble des marchés avec un outil centralisé à l'ESMA détectant les situations anormales susceptibles de résulter d'abus de marché et une délégation aux superviseurs nationaux pour enquêter sur les alertes concernant les émetteurs qui ne seraient pas sous supervision directe de l'ESMA.

²⁰ Le fait pour l'émetteur d'avoir une présence via des filiales dans plusieurs Etat de l'UE n'a pas de portée en termes financiers et la supervision directe ne peut découler de l'inclusion dans des indices qui sont à la main d'acteurs privés et ne sont d'ailleurs pas considérés comme étant systémiques.

3.2 Les infrastructures de marché

Les infrastructures de marché sont les institutions qui sont le plus fréquemment citées pour justifier d'une supervision unique en générale et centralisée pour les plus significatives par leur volume d'activité, par la sensibilité des marchés sur lesquelles elles opèrent et par leur caractère trans-national.

Le terme infrastructures de marché recouvre les infrastructures traitant chaque maillon de la chaîne des opérations sur titres :

- le *listing*, qui déclenche les obligations d'informations à fournir au marché,
- les négociations, qui peuvent être réalisées sur des marchés réglementés, des MTF ou des OTF mais couvrent également les internalisateurs systématiques,
- la compensation des transactions par les CCP,
- le règlement livraison via les dépositaires centraux.

3.2.1 S'agissant du *listing*/négociation, encadré par la réglementation MIFID, les opérateurs disposent généralement de plusieurs plateformes (par exemple marchés réglementés et MTF) parfois dans plusieurs pays.

La supervision actuelle s'effectue par le superviseur national pour les plateformes localisées dans son pays ; dans le cas d'Euronext, qui dispose de plusieurs marchés réglementés dans plusieurs États membres de l'UE, qui applique des règles communes et propose un pool de liquidité commun (carnet d'ordres unique), un collège des régulateurs de ces marchés réglementés a été institué pour coordonner leurs décisions. Comme dans le secteur bancaire, la supervision centrale a un sens au niveau du groupe et, dès lors qu'elle est justifiée, elle couvre l'ensemble des activités de négociation.

L'analyse doit être faite type d'instrument par type d'instrument (actions, obligations, matières premières, dérivés y compris matières premières et carbone ...) et tenir compte des volumes traités, du caractère transnational des produits traités et des participants au marché, de la complexité/sensibilité des produits négociés²¹.

Au-delà du nombre élevé de plateformes, on observe une grande concentration autour d'un nombre limité de groupes d'opérateurs : Euronext, CBOE Europe,

²¹ Le critère avancé dans le rapport Draghi ("*major regulated markets with trading platforms in various jurisdictions*"), n'est pas pertinent car des MTF peuvent avoir une part de marché élevée et, à partir d'une seule localisation, une plateforme peut couvrir toute l'UE.

Deutsche Börse (Xetra), Nasdaq OMX, Aquis, Turquoise et Bolsa Madrid sont des candidats naturels à cette supervision par l'ESMA au titre des négociations sur actions ; en étendant le spectre aux dérivés on rajouterait juste ICE Europe, soit au total huit groupes correspondant à plus d'une cinquantaine de plateformes.

S'agissant des internalisateurs systématiques (près de 200 établissements) qui sont en principe des banques ou des entreprises d'investissement, une règle simple consisterait à mettre sous supervision directes de l'ESMA les établissements qui sont sous supervision directe de la BCE dans le cadre du SSM et laisser sous supervision nationale les autres.

3.2.2 Les CCP sont par définition des concentrateurs / mutualisateurs de risques qui devraient faire l'objet d'une supervision centrale

S'agissant des CCP, l'exercice effectué pour les CCP de pays tiers peut inspirer, contrat par contrat, l'exercice à conduire pour identifier les CCP de l'UE qui ont une activité transfrontière et ont une nature systémique d'une importance telle qu'elles justifient une supervision centrale. Les critères à prendre en compte sont bien connus : nombre de participants hors de l'Etat de localisation, positions ouvertes, montants compensés, type de produit compensé, niveau du fonds de défaut...

Les réticences historiques à une supervision prudentielle centrale (en tant que CCP comme en tant que banque) est justifiée par l'idée qu'en cas de défaut de la CCP ce sont les Etats où elles sont localisées qui assureraient leur renflouement (même si aucun engagement n'existe) et que cela justifie leur supervision nationale. L'introduction en 2020 d'une réglementation spécifique prévenant et encadrant la résolution des CCP (Parlement européen et Conseil, 2020) réduit singulièrement la pertinence de cet argument. Par ailleurs, l'accès aux diverses facilités de banque centrale (y compris BCE) est ouvert à de nombreuses CCP au-delà de celles ayant un statut d'établissement de crédit, comme l'illustre l'étude de leur association (EACH) pour 13 CCP européennes (au sens large)²².

²² ATHEX Clear, BME Clearing, CC&G, CCPA, ECC, Eurex Clearing, EuroCCP, KDPW CCP, KELER CCP, Nasdaq Clearing, OMI Clear, SIX x-clear, Takasbank.

Figure 1 - CCP access to Central Bank Deposits (intra-day and overnight)

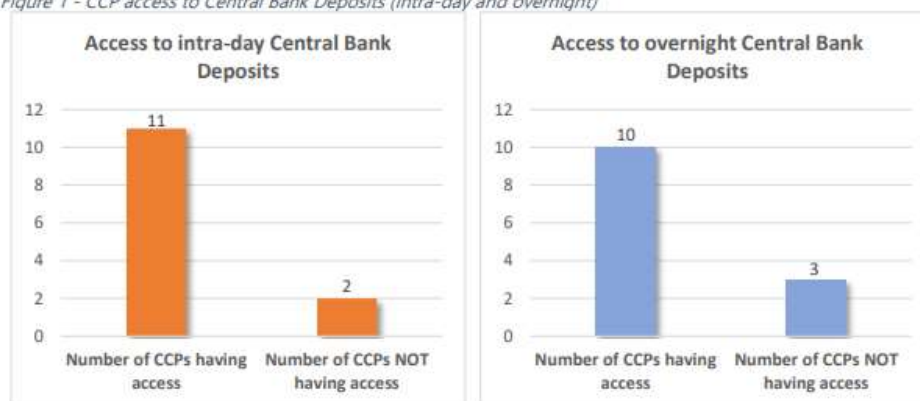
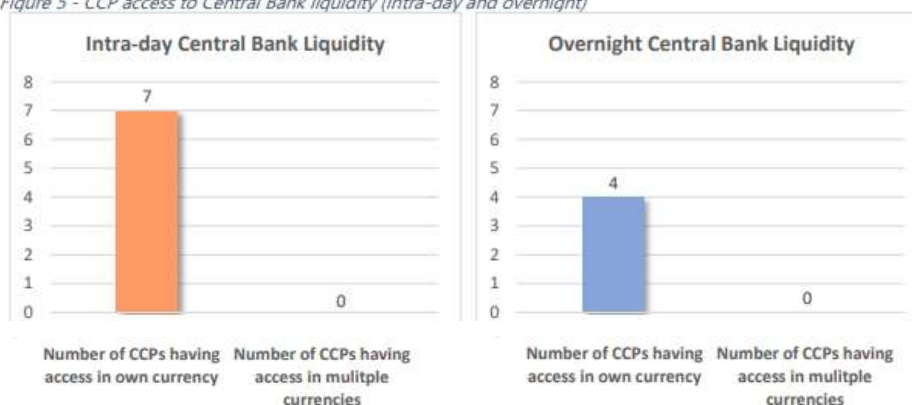


Figure 5 - CCP access to Central Bank liquidity (intra-day and overnight)



EACH Paper - CCP access to Central Banks' facilities – December 2021

La liste des candidats potentiels à une supervision directe par l'ESMA couvrirait au plus, si on tient compte du caractère plus risqué de la compensation des dérivés y compris sur matières premières, 8 des 14 CCP actuelles de l'UE : Eurex Clearing et ECC en Allemagne, LCH SA en France, ICE Clear et CBOE Clear aux Pays Bas, Euronext Clearing en Italie, BME Clearing en Espagne et Nasdaq OMX Clearing en Suède. Naturellement, lorsqu'une de ces CCP a également le statut d'établissement de crédit, elle devrait être sous supervision directe du SSM pour ce qui est de la réglementation prudentielle des banques.

Pour les CCP qui resteraient sous supervision nationale, le rôle de l'ESMA serait alors celui qui était prévu dans le projet de la Commission évoqué plus haut : certaines décisions de l'autorité nationale devraient faire l'objet d'une validation par l'ESMA (et non d'un avis non contraignant).

3.2.3 Le cas des CSD est proche de celui des CCP

Le règlement livraison est une fonction cruciale sur les marchés de capitaux et justifie l'attention toute particulière des banques centrales que cela soit au titre de la gestion du collatéral dans ses apports de liquidité (rôle par exemple des CCP en

tant qu'agents tripartites) ou de la stabilité financière (rôle de TARGET2-Securities et des règlements en monnaie banque centrale).

Il y a actuellement 28 CSD dans l'EEE dont deux sont internationaux (ICSD) les indicateurs à prendre en compte sont, au-delà de leur volume d'activité, l'importance de leurs liens avec d'autres CSD et leur activité dans les divers pays hôtes de l'UE. Trois groupes sont des candidats naturels à une supervision directe par l'ESMA : les six CSD du groupe Euroclear (deux en Belgique dont un ICSD, France, Finlande Pays Bas, et Suède), les deux CSD du groupe Deutsche Börse (Clearstream en Allemagne et au Luxembourg dont un ICSD) et les trois CSD du groupe Euronext (Danemark, Italie et Portugal).

3.3 La gestion d'actifs

La gestion d'actifs est un domaine d'activité très largement transfrontière et dont l'importance en fait un point d'attention particulier au titre de la stabilité financière. Il est donc particulièrement nécessaire d'y développer une supervision unique avec une forte composante de supervision directe par l'ESMA.

- L'actif net des fonds enregistrés dans l'UE atteignait 18,6 trillions d'€ à fin juin 2024 (source EFAMA) ; les actifs sous gestion des sociétés de gestion de l'UE, qui recouvrent les fonds qu'elles gèrent et leurs mandats de gestion discrétionnaires, étaient de l'ordre de 17,5 trillions. Ces montants sont supérieurs à l'encours de crédits aux entreprises non financières et aux ménages des banques de l'UE (11,8 trillions pour les seules banques de la zone euro).
- Une très large majorité de ces fonds sont des fonds dits ouverts qui permettent aux porteurs de sortir sur une base quotidienne et qui sont donc sujets à un risque de liquidité, tandis que d'autres utilisent un effet de levier via des emprunts ou des produits dérivés. Les autorités en charge de la stabilité financière (FSB au niveau international, ESRB au niveau européen) considèrent que c'est un domaine sensible qui appelle un renforcement de la réglementation et de la supervision.
- La commercialisation transfrontière de ces fonds est massive, ce qui soulève l'inquiétude des Etats hôtes qui n'ont aucune mesure précise de leur part de marché locale et aucun moyen d'en apprécier les risques sauf à mettre en place des règles nationales de commercialisation qui fragmentent le marché unique. L'EFAMA estime que les investisseurs de l'État d'enregistrement des fonds ne représentent que 44 % de l'actif net total tandis que 26 % correspondent à des investisseurs d'autres Etats de l'UE et 30 % à des investisseurs de pays tiers.

- Dans ce cadre transfrontière, les responsabilités de supervision sont souvent dispersées avec un superviseur dans le Etat de localisation de la société de gestion (et donc plusieurs superviseurs si c'est un groupe avec des sociétés de gestion dans plusieurs Etats), un superviseur dans l'Etat d'enregistrement des fonds qu'il gère (et donc plusieurs superviseurs s'il enregistre ses fonds dans plusieurs Etat) et, éventuellement, un superviseur différent s'il a délégué une partie de ses activités à une autre société de gestion voire un superviseur au titre de la commercialisation de ses produits dans un autre Etat de l'UE. Peu efficace en période calme, une telle organisation peut se révéler pénalisante en période de crise.

La timidité des différentes propositions sur ce sujet de la supervision centrale en matière de gestion d'actifs est cependant frappante. La consultation en cours de la Commission européenne (2024 a) sur la manière de gérer les risques que font peser les fonds sur la stabilité financière souligne la difficulté d'assurer cette gestion dans un paysage de supervision éclaté, mais ne consulte que sur le renforcement de la coordination entre superviseurs nationaux avec comme modèle le traitement actuel des CCP de l'UE dont on voit qu'il alourdit et complexifie le parcours réglementaire sans assurer une véritable homogénéité des approches :

"Insufficient coordination may lead to instability, driven by fragmentation among national jurisdictions and regulatory arbitrage between NBFIs sectors. This raises important questions on how to ensure effective coordination among Member States, especially during systemic events affecting more than one Member State, while ensuring autonomy to competent authorities".

"ESMA could be given specific coordination powers over large asset management companies, with the day-to-day support and supervision left to NCAs under ESMA guidance. In particular, ESMA could be given enhanced coordination role over the supervision conducted by competent authorities (similar to the ESMA CCP Supervisory Committee model). This means that NCAs would remain responsible for the supervision of investment funds authorised in their jurisdiction. However, amongst others, they would need to obtain the opinion of ESMA prior to the adoption of certain decisions and explain any deviation therefrom. ESMA, among other, would be competent to initiate and coordinate Union-wide stress tests, to initiate and conduct peer review analyses of NCAs".

L'organisation de la supervision devrait, comme le propose désormais la Commission être organisée autour de la supervision de la société de gestion car c'est elle qui structure l'activité de gestion et notamment la gestion des risques associés. En reprenant le critère de taille des actifs sous gestion, les 40 plus grands groupes ayant des localisations dans l'UE ont ainsi des actifs sous gestion supérieurs

à 100 Md€. La supervision des autres sociétés de gestion resterait sous supervision nationale.

La répartition de la supervision des fonds est plus délicate car on ne peut la fonder sur leur actif net qui est susceptible d'amples variations. Le principe pourrait être une supervision nationale sauf pour certaines catégories de fonds couverts par une réglementation européenne d'application directe et sensibles en termes de stabilité financière comme les fonds monétaires et les fonds ELTIF.

Une condition nécessaire serait toutefois d'avoir, pour les sociétés de gestion ayant immatriculé des fonds avec des passeports dans plusieurs Etats de l'UE, la constitution d'un collège présidé par le superviseur de la société de gestion (en principe l'ESMA car ces sociétés de gestion seraient dans la plupart des cas sous supervision ESMA) avec les superviseurs nationaux des fonds.

4. Quelle organisation et quelle gouvernance pour une supervision centralisée ?

Il y a unanimité pour considérer qu'une supervision directe ne signifierait pas dans les domaines évoqués une concentration de tous les moyens de supervision à l'ESMA à Paris (la SEC dispose d'ailleurs de dix bureaux régionaux). Au-delà du problème de la langue, le contact local a une connaissance plus fine du contexte juridique local et un contact direct avec les établissements (émetteurs et intermédiaires financiers) et les investisseurs (en particulier les épargnants) locaux ; l'ampleur de son implication dans l'exercice de la supervision dépend naturellement des secteurs concernés : plus on est sur des marchés de gros et un cadre réglementations purement européen moins l'implication nationale est importante.

Sur cette base il y a trois modèles principaux :

- Le premier s'inspire du régime en vigueur depuis 2003 en matière de concurrence²³ où ce sont les autorités nationales qui font respecter la réglementation de l'UE en bonne intelligence avec la Commission européenne qui ne prend en fait que 10 % des décisions (celles qui ont une dimension européenne avérée). Le réseau des superviseurs nationaux serait fortement intégré sous l'autorité de l'ESMA qui aurait en tout état de cause toujours le dernier mot.
- Le second est une déclinaison du modèle du SSM pour les banques et s'appuie sur les superviseurs nationaux avec des JST qui permettent une instruction en partie locale des dossiers, même si le pilotage et les décisions sont largement centralisées, et avec des missions de contrôle sur place par

²³ Ce modèle a été préconisé par Benoît Cœuré dans une tribune du 3 mai 2024 pour Les Echos

des équipes mixtes mais largement nourries grâce aux moyens des superviseurs nationaux.

- La troisième consiste à créer des bureaux locaux de l'ESMA dans les principales places financières de l'UE (ou de l'EEE).

Cette dernière hypothèse retenue par le Conseil franco-allemand d'experts économiques ne semble pas adaptée à un modèle où, en tout état de cause, ce n'est pas l'ensemble des activités sur les marchés financiers qui passeraient sous supervision directe de l'ESMA mais uniquement les plus systémiques et les plus transfrontières et où les superviseurs nationaux garderont donc des responsabilités propres. Certes le modèle du SSM a ses limites en mobilisant les moyens des superviseurs nationaux encadrés par des mécanismes budgétaires et de responsabilité (*accountability*) purement nationaux pour des tâches européennes qui obéissent à d'autres mécanismes budgétaires et de responsabilité. Mais *in fine* il constitue, au minimum, une étape entre la supervision directe généralisée et la convergence des supervisions.

L'argument selon lequel multiplier les agences de l'ESMA atténuerait les craintes que la place financière de Paris serait unilatéralement favorisée ne semble pas recevable dès lors que les superviseurs nationaux resteraient bien mobilisés par l'ESMA, que ce soit dans le modèle de la concurrence ou dans le modèle bancaire²⁴. *In fine* c'est probablement un mixte des deux premiers modèles qui apparaît préférable (modèle concurrence pour les émetteurs et peut être pour les gestionnaires d'actifs, modèle bancaire pour les infrastructures de marché).

On peut également envisager quelques centres nationaux d'expertise pour fournir à l'ESMA (et aux autres superviseurs nationaux) des outils notamment informatiques nécessaires pour la réalisation des missions ; c'est le mode de fonctionnement du Système européen de banques centrales (SEBC) avec par exemple les systèmes Target ou de gestion du collatéral développés par quelques banques centrales nationales.

De nombreux rapports suggèrent de s'inspirer également du SSM pour compléter le Conseil des autorités de surveillance de l'ESMA de cinq membres permanents représentant les intérêts européens (ce qui ferait six avec le président) et n'évoquent pas la question de la Session exécutive qui traite des CCP.

²⁴ Si on considérait cet argument comme étant recevable, il faudrait à l'évidence revoir en profondeur l'organisation du SSM et de l'AMLA qui favorisent Francfort.

On peut toutefois considérer que cette évolution serait insuffisante pour assumer de façon indépendante et efficace la supervision directe ; ce n'est d'ailleurs pas celle du Mécanisme de résolution unique (MRU) (Parlement européen et Conseil, 2014), ni celle de la nouvelle AMLA (Parlement européen et Conseil, 2024) :

La gouvernance du MRU par le Conseil de résolution unique (CRU)

La session plénière du CRU a des pouvoirs de gestion interne (programme de travail, budget ... ainsi qu'en matière de contribution des assujettis et d'utilisation du Fonds de résolution unique (FRU). Les membres disposant du droit de vote sont : le président et quatre membres titulaires (il y a un vice-président mais il n'a pas de droit de vote et son domaine ressemble à celui des directeurs exécutifs des ESA) ainsi que les représentants des autorités nationales de résolution (un par État membre participant à l'union bancaire). Les décisions se prennent à la majorité simple ou qualifiée avec une représentation d'au moins 30 % des contributions sur des sujets concernant le FRU.

C'est la session exécutive du CRU qui prend notamment les décisions individuelles. Cette session exécutive est constituée du président et des quatre membres titulaires auxquels s'ajoutent les autorités nationales de résolution des États participants concernés (siège et filiales). Mais si aucune décision ne peut être prise à l'unanimité, la décision est prise à la majorité simple par les cinq membres permanents.

Un représentant de la BCE et un représentant de la Commission européenne sont des membres observateurs permanents participants aux débats des sessions plénières et exécutives.

La gouvernance de l'AMLA

Un Conseil général qui se réunit dans une composition surveillance ou cellule de renseignement financier (CRF). Le président est commun, et dans le premier cas le conseil général comporte les autorités de surveillance nationales avec un droit de vote unique par État membre, remplacées par les

CRF nationales dans le second cas ; dans les deux cas il y a un représentant de la Commission européenne qui n'a pas de droit de vote. Des observateurs pertinents sont également prévus. Le Conseil général n'a pas de pouvoir de décision, mais un simple pouvoir d'avis, dans l'exercice par l'AMLA de ses responsabilités de supervision directe des entités sélectionnées pour leur caractère très risqué.

Un Conseil exécutif qui a notamment la responsabilité de la supervision des entités sélectionnées pour faire l'objet d'une supervision directe par l'AMLA et qui comprend le président et cinq membres permanents. Lors de ses délibérations sur ces entités sous supervision directe, le membre du conseil général dans sa composition surveillance de l'Etat membre dans lequel l'entité assujettie sélectionnée concernée est établie peut participer aux délibérations mais il n'est pas présent lors du vote. Ces décisions entrant dans le champ de la supervision directe sont prises « en tenant compte de la proposition de l'équipe commune de surveillance de l'entité assujettie sélectionnée (...) de la proposition de l'équipe d'enquête indépendante (...) et de l'avis rendu par le conseil général sur cette proposition de décision ; lorsque le conseil exécutif décide de s'écarter d'un tel avis, il en fournit les raisons détaillées par écrit ». In fine les décisions sont donc prises à la majorité simple par les 6 membres du Conseil exécutif.

Naturellement, si toutes les questions générales doivent faire l'objet d'un débat et d'un vote (dans certains cas avec pondération et majorité qualifiée) dans la formation rassemblant toutes les autorités nationales, comme le proposaient la Commission en 2017 et le rapport de Christian Noyer en 2024, ce sont les seuls membres permanents qui doivent avoir la responsabilité ultime de la supervision individuelle des entités sous supervision directe. L'avis préalable du Conseil général prévu dans le cas de l'AMLA ne semble pas adapté à une supervision d'acteurs des marchés qui demande une capacité de réaction parfois très rapide. Le modèle de la session exécutive du CRU apparaît ainsi préférable dans le cas de l'ESMA.

La question des CCP ne semble pas justifier un traitement spécifique dès lors que la supervision directe de l'ESMA serait étendue comme évoquée ci-dessus, mais elle pourrait être intégrée dans le cadre général dès lors que le Conseil exécutif (pour reprendre la dénomination retenue en 2017 par la Commission) serait composé de six membres permanents (dont le président) dont deux seraient sélectionnés au regard de leurs compétences en matière d'infrastructures post-marché. Naturellement, le fait que l'ESMA joue le rôle actuel des superviseurs nationaux

simplifierait mais ne remettrait pas en cause le cadre actuel qui associe les superviseurs des adhérents compensateurs de l'UE et les banques centrales d'émission des monnaies traitées aux différents types de décisions à prendre, notamment via les collèges.

S'agissant des pouvoirs de sanction, le principe de base pourrait, là aussi s'inspirer des règles applicables à la réglementation prudentielle. C'est celui qui supervise l'institution défaillante qui doit pouvoir initier la procédure de sanction. Lorsque le superviseur est l'ESMA, cette dernière aurait le pouvoir de sanction, avec les voies habituelles de revue amiable et de recours auprès de la Cour de justice de l'Union européenne, lorsqu'il s'agit d'un manquement à une règle d'application directe ; lorsqu'il s'agit d'un manquement à une règle transposée en droit national, l'ESMA devrait saisir l'autorité nationale compétente. S'agissant d'abus de marché, qui peuvent avoir une dimension pénale, on serait toujours dans une sanction prononcée par les autorités nationales (avec, en France la procédure d'aiguillage entre le Parquet national financier et la Commission des sanctions de l'AMF).

Conclusion

La supervision unique est possible et souhaitable mais elle est difficile à saucissonner ; si on se concentre sur les acteurs les plus systémiques, les grandes CCP, les grands CSD et certains gestionnaires d'actifs sont les premiers candidats. Mais il est difficile de ne pas couvrir par un même superviseur tous les acteurs de la chaîne qui va des émetteurs aux CSD. De même les gestionnaires d'actifs et les fonds qu'ils développent doivent être couverts par un système cohérent. On peut être tenté devant la complexité du sujet de se limiter à des mesures d'amélioration de la coopération entre superviseurs en espérant que la supervision unique viendra le moment venu. Nous n'avons plus le temps pour une approche de long terme, l'Union de l'épargne et des investissements a besoin d'une supervision unique qui s'appuiera en tout état de cause largement sur les moyens des superviseurs nationaux.

Bibliographie

ABE (2014), Orientations sur les critères à utiliser afin de déterminer les conditions d'application de l'article 131, paragraphe 3, de la directive 2013/36/UE (directive sur les exigences de fonds propres en ce qui concerne l'évaluation des autres établissements d'importance systémique (autre EIS)), ABE/GL/2014/10, 16 décembre.

ACPR (2022), Notice méthodologique relative à l'identification des « Autres établissements d'importance Systémique » (A-EIS) et à la détermination des taux de coussin associés, juin.

CESR (2004), preliminary progress report which supervisory tools for the EU securities markets? An analytical paper open to consultation, Paris, octobre.

Cœuré B. (2024), Union des capitaux : s'inspirer de la politique de la concurrence, Les Echos, 3 mai.

Commission européenne (2001), 2001/527/CE, Décision instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, 6 juin.

Commission européenne (2017), proposition de règlement en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers, COM/2017/0331 final, 13 juin.

Commission européenne (2017), proposition de règlement modifiant le règlement (UE) n° 1093/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), le règlement (UE) n° 1094/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens, le règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens, le règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers, le règlement (UE) 2015/760 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, le règlement (UE) 2016/1011 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et le règlement (UE) 2017/1129 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, COM/2017/0536 final-2017/0230 (COD), 20 septembre.

Commission européenne (2020), Règlement délégué (UE) 2020/1303 complétant le règlement (UE) no 648/2012 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les critères dont l'AEMF devrait tenir compte pour déterminer si une contrepartie centrale établie dans un pays tiers présente une importance systémique ou est susceptible de présenter à l'avenir une importance systémique pour la stabilité financière de l'Union ou d'un ou de plusieurs de ses États membres, 14 juillet.

Commission européenne (2024), Targeted consultation document assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFII), Directorate-general for stability, financial services and capital markets union, 22 mai.

Commission européenne (2024), lettre de mission Maria Luís Albuquerque, 17 septembre.

Committee of Wise Men's recommendations (2001), final report on the regulation of european securities markets, Bruxelles, 15 février.

Conseil (2013), règlement (UE) No 1024/2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit, 15 octobre.

Conseil européen (2024), réunion extraordinaire, conclusions, 18 avril.

ESMA (2022), Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities, peer review report, ESMA42-111 7170, paragraphe 107, 21 juillet.

ESMA (2024), Building more effective and attractive capital markets in the EU, position paper, mai.

Larosière, Jacques de (2009), The high-level group on financial supervision in the EU, report, Bruxelles, 25 février.

Parlement européen et Conseil (2004), Directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition, 21 avril.

Parlement européen et Conseil (2004), directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, 15 décembre.

Parlement européen et Conseil (2014), Règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, 16 avril.

Parlement européen et Conseil (2014), Règlement (UE) No 806/2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique, et modifiant le règlement (UE) n° 1093/2010, 15 juillet.

Parlement européen et Conseil (2017), Règlement (UE) 2017/1129 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, 14 juin.

Parlement européen et Conseil (2019), règlement (EU) 2019/2099 modifiant le règlement (UE) no 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément de contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les exigences pour la reconnaissance des contreparties centrales de pays tiers, 23 octobre.

Parlement européen et Conseil (2020), Règlement (UE) 2021/23 relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales et modifiant les règlements (UE) no 1095/2010, (UE) no 648/2012, (UE) no 600/2014, (UE) no 806/2014 et (UE) 2015/2365, ainsi que les directives 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE et (UE) 2017/1132, 16 décembre.

Parlement européen et Conseil (2024), Règlement (UE) 2024/1620 instituant l'Autorité de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et modifiant les règlements (UE) n° 1093/2010, (UE) n° 1094/2010 et (UE) n° 1095/2010, 31 mai.

SEC (2024), mission.

Annexes

Annexe 1 – Personnes ayant contribué à la rédaction du debate paper

Robert Ophèle

Delphine d’Amarzit

Marie-Anne Barbat-Layani

François-Régis Benois

Pervenche Berès

Benoît Cœuré

Fabrice Demarigny

Julien Jardelot

Benoît de Juvigny

Grégoire Morin

Christian Noyer

Frédéric Pelèse

Nicolas Véron

Annexe 2 – Rapports et déclarations traitant de la question de la surveillance des marchés des capitaux dans l'UE

Annexe 2.1 Christine Lagarde (2023), Une révolution kantienne pour l'union des marchés de capitaux, discours lors du Congrès bancaire européen, Francfort-sur-le-Main, le 17 novembre (extrait)

Le moment est donc venu d'opérer ce que j'appelle une « révolution kantienne » et de passer d'une approche ascendante à une approche descendante.

Même si le marché américain des capitaux s'est développé naturellement en réponse à un besoin de financement, il a été crucial de mettre en place des institutions adéquates pour en assurer la pérennité. Ainsi, la création de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) dans les années 1930 a joué un rôle central dans la neutralisation des efforts déployés par les États pour fragmenter les marchés des valeurs mobilières.

Il en est en partie de même dans l'UE pour l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), qui n'est toutefois pas véritablement *unique*. La supervision reste en effet largement du ressort des autorités nationales, ce qui entraîne une fragmentation dans l'application des règles de l'UE. Les pouvoirs d'exécution sont d'ailleurs souvent répartis entre plusieurs régulateurs nationaux.

Créer une SEC européenne, par exemple en étendant les compétences de l'AEMF, pourrait être la solution. Une telle instance devrait disposer d'un large mandat, y compris en matière de surveillance directe, afin d'atténuer les risques systémiques posés par les grandes entreprises et les infrastructures de marché transfrontières telles que les contreparties centrales de l'UE.

Mais au-delà d'une institution solide, un corpus réglementaire unique est également capital, comme nous l'avons appris avec le secteur bancaire. Avant la grande crise financière, une approche fondée sur une harmonisation minimale a débouché sur un cadre réglementaire faible, donnant lieu à des inégalités de traitement et créant les conditions d'une intégration financière superficielle et réversible.

À l'inverse, au lancement de l'union bancaire, l'élaboration d'un corpus réglementaire unique, réunissant un ensemble de règles communes et directement applicables à toutes les banques, a permis d'instaurer des conditions équitables.

Pour atténuer la fragmentation des marchés de capitaux de l'UE, une approche plus ambitieuse devrait passer par la création d'un corpus réglementaire unique dont l'application serait confiée à une autorité de surveillance commune. Cela

permettrait aux entités privées d'étendre le champ de leurs ambitions en encourageant les investissements privés à forte croissance.

Annexe 2.2 Association française des marchés financiers (AMAFI, 2024), Un nouvel élan pour des marchés à même de répondre aux besoins de financement de l'Union européenne - Quelles priorités pour les marchés de capitaux de l'UE ?, 2 janvier(extrait)

Réformer le mandat et la gouvernance de l'AEMF

• Ajouter la compétitivité au mandat de l'AEMF

La préoccupation concernant la compétitivité de l'UE doit se traduire par un changement radical d'approche, qui devrait se refléter dans le mandat même des autorités de surveillance, celles-ci jouant un rôle fondamental dans l'élaboration et la mise en œuvre de la réglementation. Ainsi, les mandats des autorités européennes de surveillance, et en particulier celui de l'AEMF, devraient être modifiés. Les objectifs fixés par le règlement qui a institué cette dernière (Règlement (UE) 1095/2010, art. 1.5) devraient être modifiés : outre l'objectif d'« *assurer l'intégrité, la transparence, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers* » et de « *renforcer la protection des clients et des investisseurs* », le mandat de l'AEMF devrait inclure la mission de « *veiller à la compétitivité des marchés financiers* ».

Cela devrait conduire l'AEMF, lorsqu'elle s'engage dans l'élaboration de règles ou la supervision, à prendre en compte la compétitivité interne et externe de l'UE.

• Vers une gouvernance qui reflète davantage la réalité des marchés de l'UE

À l'heure où les établissements financiers doivent s'adapter rapidement dans un environnement en pleine mutation, l'AEMF doit pouvoir se montrer réactive et agile dans son processus de décision. C'est la raison pour laquelle l'AMAFI considère que la gouvernance de l'AEMF doit être fondamentalement réformée pour renforcer son pouvoir de décision et le rendre plus adaptable.

- Modification du processus décisionnel du Conseil (*Board of Supervisors*) de l'AEMF

Dans leur prise de décision, les membres du Conseil sont confrontés à deux défis particuliers : premièrement, maîtriser des questions souvent très techniques et deuxièmement, veiller à ce que les intérêts nationaux n'interfèrent pas indûment sur cette prise de décision. Ainsi, même si le vote à la majorité simple peut sembler l'approche la plus « démocratique », il ne reflète pas la réalité des marchés financiers des États membres qui varient considérablement en termes de taille et de complexité. Nous pensons donc qu'il faut envisager de nouvelles modalités de vote reflétant l'hétérogénéité des marchés financiers de l'Union et les différents domaines d'expertise de chaque autorité nationale. Nous estimons également que, comme c'est le cas

avec le vote à la majorité simple, les abstentions ne devraient jamais être comptabilisées comme un vote pour ou contre, quelle que soit la question soumise au vote.

- Remplacement du Conseil d'administration actuel par un Conseil exécutif
En écho à la gouvernance de la future Autorité de lutte contre le blanchiment, l'AMAFI considère qu'un Conseil exécutif composé de quelques membres sélectionnés permettrait à l'AEMF de prendre certaines décisions plus efficacement.

L'objectif principal est de doter l'AEMF d'un processus décisionnel mieux guidé par le souci du bon fonctionnement des marchés financiers, en limitant les éventuelles interférences politiques et nationales. Cette évolution est d'une importance capitale non seulement pour l'agilité du processus de décision, mais également pour renforcer la stature internationale de l'AEMF.

• ***Vers une supervision directe par l'AEMF***

Les établissements exerçant des activités paneuropéennes déclarent faire face à des approches qui diffèrent selon les autorités nationales compétentes. Cela entrave leur compétitivité, car il leur est plus difficile de mettre en place des processus et des outils harmonisés qui leur permettent de réduire le coût de leurs produits et services. Placer ces acteurs sous la supervision unique de l'AEMF présenterait des avantages du point de vue de la surveillance, de la conduite des activités (considérations liées au délai de mise sur le marché) et de l'égalité des conditions de concurrence.

Malheureusement, à ce stade, il ne semble pas envisageable de poursuivre un tel objectif par le biais d'un texte imposant une supervision directe par l'AEMF de l'ensemble des acteurs de marché. Tout d'abord, parce qu'il est peu probable que de nombreux États membres, sinon la plupart, concèdent le transfert de souveraineté qu'impliquerait l'acquisition par l'AEMF de pouvoirs de surveillance directe aussi génériques. Et ensuite, parce que la supervision directe au niveau européen n'est pas adaptée à tous les secteurs, ou n'apporte pas la même valeur ajoutée à tous les acteurs d'un secteur donné. Enfin, il est important de noter qu'une telle évolution implique que l'AEMF acquiert l'expertise et les ressources nécessaires à l'exercice de cette mission, ce qui implique une approche progressive.

L'AMAFI propose donc une approche suivant laquelle, pour les secteurs d'activité que les autorités européennes jugeraient prioritaires, les pouvoirs de supervision de l'AEMF seraient renforcés : l'AEMF serait responsable du cadre de surveillance et exercerait une surveillance directe et indirecte des acteurs en fonction de certains critères (importance de l'activité, activités transfrontalières, etc.). Alternativement, il pourrait être envisagé de mettre en place un dispositif permettant aux acteurs de marché d'exprimer leur intérêt à être placés sous la supervision directe de l'AEMF.

Les conditions dans lesquelles ce mécanisme fonctionnerait nécessiteraient d'être précisées afin que, d'une part, l'AEMF puisse répondre aux demandes de transfert et exercer efficacement ses fonctions de surveillance tant directe qu'indirecte, et, d'autre part, des conditions de concurrence équitables soient assurées pour l'ensemble du secteur concerné par cette possibilité.

Une telle approche, qui pourrait être considérée comme contribuant à la fragmentation des marchés de capitaux de l'UE, pourrait au contraire, si elle est gérée dans un cadre cohérent, renforcer la compétitivité des acteurs de marché ayant des activités paneuropéennes et réduire la fragmentation des pratiques de surveillance. Cette approche devrait également permettre un certain degré de flexibilité, car il pourrait être plus efficace pour les petites entités opérant localement de rester sous la supervision directe de leur autorité nationale, en coordination directe avec l'AEMF.

À moyen et long terme, l'AMAFI considère que la supervision unique en Europe doit être l'objectif ultime, car elle est une condition à l'effectivité de l'Union des marchés de capitaux. Il est impératif d'éliminer les exemptions nationales non coordonnées et d'empêcher la surréglementation nationale afin de mettre en place un Single Rulebook européen. Cela nécessite une AEMF renforcée, capable d'engager une collaboration étroite avec les autorités nationales et de favoriser leur alignement afin d'intervenir rapidement et de manière décisive dans les situations où les pratiques réglementaires divergent.

Annexe 2.3 European League for Economic Cooperation (ELEC, 2024), Why EU Capital Markets Union has become a “must have” and how to get there, February (extract)

ESMA reforms

The next CMU action plan should enhance and broaden the role and structure of ESMA as the main EU markets authority. ESMA should be recognized as a fully-fledged supervisor with the necessary power and independence. A lot of work has been done to create a single rulebook, but it is still applied and enforced differently. This makes financial activities unduly expensive and increases regulatory uncertainty. The current EU supervision model does not reflect the high degree of interdependence in our financial markets. Supervision should be performed by a central authority when markets operate across borders to overcome the otherwise chronic vulnerability that lies in regulatory arbitrage. The successful reorganization of banking supervision following the Great Financial Crisis from a strictly national competence to a shared European responsibility demonstrates both the merit and the feasibility of a de facto federalization of supervision. The reform of ESMA should therefore draw inspiration from the established SSM-model where centralised decision-making goes hand-in-hand with utilizing local NCA expertise. Doing so, one would inevitably also create a European counterpart to the SEC, which is also promoted by ECB President Lagarde (2023).

ESMA supervision on critical cross-border market infrastructures, such as clearing houses, exchanges and securities depositories, would be a logical first step. In this context, we note ESMA has already been entrusted with the direct supervisory oversight of “third country” Tier 2 CCPs which dwarf EU-based CCPs and thus pose the greatest risk to the financial stability of the EU. The logic of extending that supervision to the home-grown sources of financial instability in capital markets is clear. More generally, ESMA should be given the task and the powers to supervise the entire wholesale financial market via joint-supervisory teams with NCA staff. On the conduct authority side, a similar case exists for centralizing supervision, albeit a bit less strong. Retail market supervision for instance is better left to NCAs given the stronger interaction with local language and culture, as is the case with the marketing of a specific retail product. ESMA should also improve, harmonize and centralize the collection of market and supervisory data, becoming a hub for information and analysis. To reinforce its independence and allowing it to endow itself of adequate technical expertise, ESMA’s funding should come entirely from levies on the capital markets industry.

Overall ESMA could, together with the Commission, become a driving force behind the development of the CMU. As such it should identify barriers to

integration and devise ways of surpassing them so that market participants can freely exploit the opportunities that a larger, more integrated capital market would offer. Schumpeterian creative destruction would powerfully contribute to a higher performance of the capital market thus benefiting the economy of the euro area.

Annexe 2.4 Enrico Letta (2024), Much more than a market, report, April (extracts)

A pivotal structural measure involves establishing a **single-entry point to public capital markets for small and mid-cap companies**. It is imperative to establish a specialised section of the capital markets tailored to small and mid-cap companies, with simplified listing requirements proportionate to their age, size, and ownership structure, serving as a preparatory phase prior to transitioning to the main segment. Encouraging collaboration among key EU stock exchanges to pool their small and mid-sized segments, thereby creating a unified IPO gateway to EU public markets for these companies before they transition to their chosen EU stock exchange's regulated market, is also paramount. **Granting direct supervision of this joint venture to ESMA will streamline the regulatory and supervisory framework of such a unified IPO access point.** (...)

A crucial structural initiative involves **advancing towards more comprehensive and integrated supervision of financial markets**. While stronger regulators and supervisors alone cannot create the Savings and Investments Union, the absence of a robust and standardised framework can impede further integration. **Establishing a single, centralised supervisor in the EU at this stage may be premature, potentially overlooking the benefits of proximity to the diverse local financial markets and economies within the EU. Conversely, relying solely on national-level supervision is also inadequate.** The system must evolve similarly to the banking sector's single supervisory mechanism, where the ECB's Single Supervisory Mechanism (SSM) directly oversees significant banks, while national supervisors manage less significant ones. Concurrently, a **strengthened European Securities and Markets Authority (ESMA), in collaboration with National Competent Authorities, could assume more supervisory responsibilities for major entities based on criteria such as size, cross-border activities, and their systemic importance, encompassing trading venues, issuers, asset managers, and other financial market participants.**

Considering previous endeavours, the progression towards more integrated supervision within the securities domain entails **gradually enhancing the direct supervisory powers of ESMA, adopting a bottom-up strategy**. This approach opens up various pragmatic pathways.

One option involves shifting the supervision of the most integrated markets or significant market players to ESMA, particularly when supervision proves more effective at a supranational level, such as with equity markets. Another route requires the European Commission to assess market integration for each Directive or Regulation moving forward. This assessment aims to pinpoint where supervisory

efficiency is most advantageous and suggests a data-driven handover to ESMA whenever a Directive or Regulation undergoes review. In instances where market integration is less apparent, the mutual recognition and convergence of supervisory practices should suffice to ensure the efficiency of the supervisory function.

Such transfer of powers raises the question of the adequacy of the **governance and decision-making processes of ESMA**. Increasing ESMA's direct supervision should be coupled with a change in the governance system. Currently, the Board of Supervisors and the Management Board are composed of national competent authorities, plus the Chairman and some non-voting members. This composition does not necessarily guarantee the efficiency of ESMA's decisions or ensure the necessary degree of independence, as it embeds the interests of national authorities. This governance structure may be a factor that makes it more difficult to take action in sensitive areas, particularly with respect to Article 17 enforcement action. The mandatory review of the European Supervisory Authorities (ESAs) includes in fact: *"the impartiality, objectivity and autonomy of the authority"*. (...)

Road map

By 2025

- Implement a single access point for public capital markets, specifically designed for small and mid-cap firms, to consolidate their market segments via key EU stock exchanges, simplifying their transition to main market segments under ESMA's direct and streamlined supervision. (...)

By 2026

- Progress toward a cohesive and comprehensive supervision of financial markets by adapting a model similar to the banking sector's supervisory mechanism, where a strengthened ESMA, in collaboration with National Competent Authorities, could assume more supervisory responsibilities for major entities.

Annexe 2.5 Christian Noyer (2024), Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir – Propositions pour une Union de l'Épargne et de l'Investissement, rapport du comité d'experts, avril (extraits)

4.2. La réforme de la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA s'impose comme un préalable à tout élargissement de ses compétences (...)

4.2.2. La réforme de la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA pourrait utilement prendre exemple sur des autorités plus récentes, telles que l'AMLA

Sur le plan de la gouvernance, une autonomie de l'ESMA vis-à-vis du Conseil des autorités de supervision (BoS) est nécessaire pour les décisions individuelles. S'agissant des décisions normatives, de portée générale, le rôle du BoS pourrait être préservé sans difficultés. Pour les décisions individuelles, davantage d'agilité semble toutefois nécessaire. Dans cette perspective, il est possible de s'inspirer de l'organisation de l'Autorité européenne de lutte anti-blanchement (AMLA) et du Conseil de résolution unique (SRB).

Ces deux autorités ont notamment la particularité de disposer d'un organe de décision central plus fort sous la forme d'un conseil exécutif composé du président et de cinq autres membres (dont le vice-président au SRB, non votant) et qui est compétent pour prendre les décisions individuelles concernant les entités relevant directement de la supervision. Ce modèle se rapproche également de celui du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine (Fed), qui est compétent pour prendre les décisions individuelles dans le domaine de la supervision sans en référer aux Fed régionales.

Cette structure offrirait un processus de décision plus agile que les formations regroupant l'ensemble des superviseurs car les membres du conseil exécutif seraient des membres permanents de l'ESMA. Le nombre plus réduit de membres du conseil exécutif, avec une variété de profils plus grande est également de nature à favoriser la constitution d'une doctrine interne plus cohérente et robuste, ce qui peut conduire à donner davantage de poids aux propositions des services de l'ESMA. Enfin, cette configuration permettrait d'assurer un équilibre géographique dans la représentation des différents Etats membres.

Il est à noter que le conseil exécutif continuerait de connaître des projets de règles soumises à l'approbation du BoS, ce qui implique de conserver une représentation de la Commission européenne et des autorités européennes, en plus petit nombre (par exemple deux au lieu de six), pour ces décisions. Ainsi, l'actuel *Management Board* et le *Central Counterparties Supervisory Committee* se verraient supprimés, leurs prérogatives actuelles se voyant transférées au nouveau conseil exécutif.

Au-delà de la gouvernance, il apparaît également utile de faire évoluer l'organisation du travail de supervision au sein de l'ESMA suivant un modèle plus intégré, en créant des équipes de supervision conjointes (JST) sous sa direction. Ce modèle s'inspirerait également de celui de l'AMLA ou du SSM. Le travail de supervision sur pièce et sur place serait ainsi assuré par des équipes associant des agents de l'ESMA ainsi que des autorités nationales compétentes, sous l'égide de l'ESMA, et les décisions individuelles seraient ensuite prises par le conseil exécutif de l'ESMA.

Ce mode d'organisation permettrait de faciliter la montée en compétence de l'ESMA sur ses nouvelles tâches de supervision en s'appuyant sur l'expertise des superviseurs nationaux, et offrirait également des garanties aux entités passant sous la supervision ESMA, en leur permettant de maintenir le niveau d'interaction préexistant avec leurs autorités nationales compétentes domestiques.

Un réel pouvoir de « *no-action letter* » doit en outre être conféré à l'ESMA lorsque certaines règles de niveau 1, 2 ou 3 apparaissent manifestement inapplicables au regard de l'évolution des circonstances de marchés, ou de considérations de stabilité financière. L'introduction d'un pouvoir de ce type dans la revue des ESA n'a pas permis une mobilisation effective de cet outil jusqu'ici car l'ESMA n'a pas obtenu un pouvoir de suspension du droit mais celui d'une dépriorisation. Dans ce contexte, l'ESMA n'utilise cet outil que lorsqu'une révision du texte concerné est en cours et si elle a eu des garanties des colégislateurs que cette révision modifierait bien la disposition en cause afin de traiter le problème identifié. A contrario, les *no-action letter* des autorités américaines sont plus explicites sur la suspension des effets de droit. Cette asymétrie de moyen entre UE et juridiction tierce a pu provoquer des situations désavantage compétitifs, en raison du peu d'agilité conféré aux autorités européennes.

Enfin, afin de permettre à l'ESMA de mieux prendre en compte les enjeux de compétitivité des acteurs et des marchés financiers européens, les objectifs lui étant assignés devraient être élargis, intégrant explicitement la compétitivité des marchés européens, en plus de l'objectif d'assurer « l'intégrité, la transparence, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers » qui lui est déjà assigné. Cet élargissement des objectifs fixés à l'ESMA serait alors comparable à celui, récemment mis en œuvre, de la FCA (*Financial Conduct Authority*) et de la PRA (*Prudential Regulation Authority*) au Royaume-Uni.

4.3. L'élargissement des pouvoirs de l'ESMA devrait s'effectuer selon des modalités différentes suivant les acteurs et marchés couverts

4.3.1. Pour les infrastructures de marché transfrontières et systémiques, une supervision obligatoire par l'ESMA est incontournable

Les chambres de compensation (CCP), et les dépositaires centraux de titres (DCT) sont les acteurs qui revêtent la dimension systémique la plus significative.

Depuis la crise de 2008-2009, la compensation centrale s'est concentrée au sein de quelques CCP systémiques²⁵. En effet, la nature monopolistique des chambres de compensation – liée aux effets d'échelle très importants engendrés par le *netting* des transactions et les avantages associés à la liquidité disponible – favorisent l'émergence de très larges acteurs agissant au-delà des frontières nationales. Le caractère transfrontalier et systémique des chambres de compensation est bien connu et régulièrement observable²⁶.

Les DCT permettent quant à eux la livraison des titres en échange de leur règlement après que deux contreparties aient conclu un accord sur les marchés de titres financiers²⁷. Ils revêtent eux aussi une importance systémique, du fait de leur rôle à plusieurs étapes clés pour le bon fonctionnement des marchés, qu'il s'agisse des émissions ou encore du règlement-livraison. Ils font l'objet d'un certain nombre de règles harmonisées au niveau européen, notamment en matière prudentielle et d'organisation interne, à travers le règlement CSDR (*Central Securities Depositaries Regulation*) entré en application le 1er février 2022.

La supervision des CCP et DCT européens demeure pourtant entièrement dévolue aux autorités nationales.

Seuls les CCP de pays tiers sont paradoxalement soumises à une supervision européenne. La systémicité des chambres de compensation de pays tiers pour la stabilité financière de l'Union européenne est mesurée par l'ESMA avec l'appui des banques centrales. L'UE a d'ailleurs très logiquement confié à l'ESMA la supervision directe des CCP de pays tiers les plus systémiques.

Pour les CCP européennes, la piste d'une supervision centralisée a été systématiquement écartée, au moyen d'arguments souvent peu recevables. Une idée fréquemment avancée est que seul l'Etat où la chambre de compensation est établie supporterait le coût budgétaire d'une résolution. Pourtant, dans le scénario

²⁵ Les CCP sont des infrastructures privées intervenant lors de la phase dite de « post-marché », c'est-à-dire une fois les opérations d'achat et de vente d'instruments financiers réalisées sur les marchés.

Leur rôle est de limiter le risque de contrepartie, en s'interposant entre les vendeurs et les acheteurs, afin de garantir la livraison des titres et leur paiement au moment de la phase de dénouement des opérations, y compris en cas de défaut de l'une d'elles. Suite à la crise de 2008, afin de renforcer la stabilité financière en réduisant le risque de défauts en chaîne sur les marchés, le recours aux chambres de compensation a été progressivement rendu obligatoire sur certaines transactions. Toutefois, la réduction effective des risques pour la stabilité financière découlant de l'obligation de recours aux chambres de compensation implique que les CCP elles-mêmes mettent en œuvre des mesures strictes de gestion des risques. Dans l'Union européenne, c'est le règlement EMIR, entré en vigueur en août 2012, qui fixe les principales règles prudentielles applicables aux chambres de compensation.

²⁶ En 2022, de très nombreux acteurs énergétiques européens ont ainsi été soumis à des appels de marge massifs émis par EEX établie en Allemagne et ICE Clear Europe établi au Royaume-Uni. Or les montants appelés résultent en partie des modèles de gestion des risques soumis à l'approbation des seuls superviseurs nationaux.

²⁷ Les dépositaires centraux de titres s'assurent ainsi que les titres n'aient pas été livrés si le paiement n'est pas réglé et vice-versa), et assurent le service notarial (soit la création des titres lors d'émissions) ainsi que la tenue centralisée des comptes, soit l'assurance que le nombre de titres en circulation est égal à tout moment au nombre de titres émis.

très peu probable d'une résolution, les pertes seraient bien partagées entre acteurs européens : le cadre de redressement et de liquidation des chambres de compensation européennes adopté en 2020 repose en effet sur le principe d'une répartition des pertes entre la chambre de compensation, les adhérents compensateurs et le cas échéant les clients. Ces deux dernières catégories impliquent que les pertes sont partagées en intra-européen, avec, le plus probablement, un impact massif sur les banques adhérentes compensatrices.

Les collèges EMIR ne remettent pas en cause le principe de supervision nationale. Ces collèges sont notamment composés de l'ESMA, de l'autorité nationale compétente de la CCP, qui assure par ailleurs la présidence du collège²⁸, des autorités compétentes responsables de la surveillance des membres compensateurs apportant les plus grandes contributions au fonds de défaillance de la contrepartie centrale, ainsi que celles responsables de la surveillance des plateformes de négociation et dépositaires centraux de titres auxquelles la contrepartie centrale fournit des services.(...)

Alors que les avis qu'ils rendent demeurent non liants, les collèges EMIR ne sont pas transformés en outils de supervision, mais sont devenus des chambres d'enregistrement des décisions prises par l'autorité nationale compétente, et au mieux – mais de façon très inégale selon les chambres de compensation - d'échange d'informations²⁹.

S'agissant des DCT, la dernière révision de CSDR dite « CSDR refit » a permis de rendre obligatoire des collèges au rôle extrêmement réduit de simple partage d'information – dès lors que le DCT est systémique pour deux autres États membres que son État d'établissement³⁰.

Les infrastructures de post-marché constituent donc les cibles naturelles d'un passage obligatoire vers une supervision par l'ESMA³¹.

Ce transfert de supervision vers l'ESMA pourrait être réalisé de manière progressive, en limitant dans un premier temps le champ des CCP et des DCT concernés aux plus systémiques, qui pourraient être désignés à partir d'une combinaison de critères quantitatifs portant sur (i) le volume de transactions/titres gérés par ces

²⁸ Avec l'entrée en vigueur à venir d'EMIR3.0, l'ESMA deviendra *co-chair* de ces collèges, avec l'autorité nationale compétente concernée. L'ESMA sera donc impliquée dans la fixation des dates des collèges et de leur ordre du jour. Néanmoins, EMIR3.0 prévoit explicitement que l'autorité nationale compétente a le dernier mot sur ces aspects en cas de désaccord sur ces aspects. L'évolution est donc purement symbolique.

²⁹ La Commission européenne notait dans son étude d'impact rédigée pour la revue EMIR3.0 constat suivant : *"Confidential information provided to DG FISMA services stated that there is a risk that, following authorization, CCP colleges have become a mechanism for the exchange of information, rather than an effective supervisory tool"*.

³⁰ Ces collèges sont alors composés notamment de l'autorité nationale compétente du DCT concerné, de l'ESMA, des autorités nationales compétentes des États membres dans lesquels l'activité du DCT est jugée significative. La fréquence minimale des réunions du collège est aussi très faible (une par an).

³¹ L'implication de la BCE sera nécessaire sur certaines décisions, a fortiori s'agissant des chambres de compensation disposant d'une licence d'établissement de crédit.

infrastructures et (ii) l'ampleur de la dimension transfrontière de leur activité, par exemple en mesurant l'exposition des différents Etats membres à l'infrastructure de marché.

Dans un second temps, un passage sous une supervision par l'ESMA de l'ensemble des chambres de compensation et dépositaires centraux de titres pourrait être considéré, afin de ne pas laisser perdurer une situation dans laquelle les infrastructures de marché de plus petite taille peuvent bénéficier d'un avantage compétitif en conservant les bénéfices d'une supervision pouvant être plus laxiste selon leur lieu d'implantation.

Outre l'impact bénéfique attendu en matière de stabilité financière, confier la supervision des CCP et des DCT à l'ESMA contribuerait également à la réduction de la fragmentation du post-marché, et favoriserait l'intégration au sein des grands groupes paneuropéens. De manière générale, cette évolution garantirait une unicité dans l'interprétation des différents règlements européens applicables et éviterait des phénomènes d'arbitrage réglementaire et de distorsion de concurrence³². En rompant avec la multiplication des collèges, elle permettrait également une allocation plus efficace des ressources publiques de supervision.

S'agissant spécifiquement des CCP, le passage à une supervision unique européenne réduirait drastiquement les délais de mise sur le marché et les coûts pour les acteurs privés³³.

S'agissant des DCT, disposer d'une supervision dont la légitimité est européenne pourrait permettre aux émetteurs, notamment publics, d'opter si cela est pertinent pour des DCT qui ne sont pas établis dans leur pays. Cela pourrait renforcer la concurrence entre DCT et réduire les coûts associés au règlement-livraison.

Les gestionnaires de plateformes de négociation de dimension européenne bénéficieraient eux-aussi d'une supervision plus intégrée via l'ESMA. S'ils ne revêtent pas directement une dimension systémique comparable à celle des DCT et CCP, leur résilience opérationnelle est toutefois un point central pour le bon fonctionnement des marchés.

- En effet, un certain nombre d'entre eux ont mis en œuvre au cours de la décennie écoulée une stratégie de consolidation ambitieuse, à l'instar d'Euronext (bourses de

³² Par exemple, s'agissant de l'interprétation du champ matériel des décisions de la chambre de compensation qui doit faire l'objet d'un avis du collège EMIR, dans un calendrier nécessairement rallongé par rapport à un scénario où seule l'autorité nationale se prononce.

³³ Bien que les décisions du collège EMIR ne soit pas liantes, celle-ci requièrent – à raison – du temps.

L'approbation du superviseur pour le lancement d'un service ou d'une activité prend en moyenne 8,5 mois, avec des délais d'attente allant de 3 à 15 mois une fois la demande déclarée complète par le superviseur national. Les demandes de validation de changement significatifs de modèles de risques peuvent prendre, quant à eux, jusqu'à 2,5 ans¹¹⁵. Si une partie des délais sont imputable à la phase pré-complétude des délais, il semble indéniable que la multiplication des autorités impliquées dans les décisions de supervision, alors que la seule autorité décisionnaire reste l'autorité nationale, non seulement n'atteint pas ses objectifs de stabilité financières mais augmente aussi les coûts pour les acteurs privés.

Paris, Bruxelles, Dublin, Lisbonne, Oslo, Amsterdam et Milan) et Nasdaq Nordic (bourses en Suède, Danemark, Finlande, et Islande).

- Ces rapprochements devraient constituer d'importants leviers d'intégration des marchés financiers européens, en offrant aux investisseurs un carnet d'ordre unique théorique dans le cas d'Euronext. Du point de vue des émetteurs, cette intégration doit permettre l'accès à un bassin de liquidité considérablement élargi, même si la fragmentation du post-marché limite toujours l'accès effectif des investisseurs à ce bassin de liquidité intégré.

- Or, l'absence de supervision intégrée au niveau européen limite aujourd'hui les bénéfices retirés par les gestionnaires de plateformes de négociation et leurs usagers. Ainsi, Euronext bénéficie d'une coordination de ses superviseurs par l'intermédiaire d'un collègue non prévu par la réglementation européenne, mais construit volontairement dans le cadre d'un *memorandum of understanding*. Toutefois, en l'absence de fondement juridique supranational, celui-ci s'appuie sur un système de consensus, s'alignant de fait sur le processus le plus exigeant des régulateurs concernés. Ainsi, Euronext y porte les demandes de pré-validation des changements de règles de trading car elles sont prévues par la loi de 3 de ses 7 superviseurs nationaux. Les audits sont engagés sur une base nationale, quand bien même l'entreprise opère une plate-forme technologique unifiée et la sous-traitance interne doit faire l'objet d'une formalisation complexe.

Dans ce contexte, il est recommandé de transférer à l'ESMA, de manière obligatoire, la supervision des opérateurs de plateformes de négociation les plus importants. Ce transfert s'effectuerait selon des critères quantitatifs, sur le même modèle que ceux mis en œuvre pour les DCT et CCP, avec cette fois-ci une prise en compte de la taille et de la dimension transfrontière des activités de ces opérateurs, afin de limiter dans un premier temps ce transfert de supervision aux opérateurs dont les volumes sont les plus importants, et les plus internationaux. Cette supervision intégrée aurait vocation à remplacer, et non à s'ajouter à la supervision des autorités nationales compétentes.

- Ce passage à une supervision intégrée irait de pair avec une reconnaissance des prestations intragroupes, un alignement des mécanismes de supervision des opérateurs et des règles de marchés, se substituant aux cadres nationaux applicables, et une centralisation des *reportings* et systèmes de surveillance.

4.3.2. Pour les gestionnaires d'actifs de dimension européenne et leurs fonds, une supervision plus intégrée est également préconisée

Comme dans le cas des opérateurs de plateformes de négociation, la supervision européenne doit être pensée comme un levier de compétitivité pour les gestionnaires d'actifs européens. En effet, contrairement aux CCP et aux

DCT, les gestionnaires d'actifs et les fonds d'investissement revêtent une systémicité peu caractérisée. Aussi convient-il de considérer la pertinence d'une intégration de leur supervision non pas au regard d'enjeux de stabilité financière, mais d'objectifs d'intégration et de compétitivité.

Ainsi, l'intégration de la supervision doit permettre aux champions européens de la gestion d'actifs de bénéficier des économies d'échelle générées par le marché unique, en bénéficiant d'une reconnaissance de la notion de groupe.

La reconnaissance de la notion de groupe s'accompagnerait à minima, s'agissant des gestionnaires d'actifs de dimension européenne, de la création de collèges de superviseurs obligatoires, dirigés par l'ESMA. Ces collèges pourraient permettre d'embarquer l'ensemble du marché dans la voie d'une intégration de la supervision et de maîtriser le risque d'une nouvelle forme de fragmentation. Ils seraient présidés par l'ESMA, et en mesure de rendre des avis liants sur certains décisions clés de supervision.

Pour ceux souhaitant bénéficier d'une supervision plus intégrée, une modalité d'opt-in pour une supervision directe par l'ESMA serait offerte. Un mécanisme volontaire permettrait une construction progressive de la crédibilité de l'ESMA en tant que superviseur direct, qui pourrait conduire peu à peu un nombre croissant d'acteurs à se soumettre à cette supervision intégrée, une fois les bénéfices associés établis. La condition de l'accord explicite des acteurs concernés garantirait que le transfert de compétence s'opère effectivement dans des conditions favorables à leur compétitivité.

L'opt-in est donc une réponse au blocage politique actuel autour du renforcement de la supervision européenne. Certains Etats membres et acteurs demeurant à ce jour opposés à tout élargissement des prérogatives de supervision de l'ESMA, l'approche proposée permettrait d'offrir une simple option aux acteurs volontaires, sans impact pour ceux souhaitant demeurer supervisés par leurs autorités nationales compétentes.

Concrètement, les gestionnaires d'actifs pourraient opter pour un 28ème régime de supervision européenne, qui leur permettrait d'être supervisés en tant que groupes européens intégrés. Ce 28ème régime offrirait une réponse particulièrement adaptée aux gestionnaires d'actifs, qui sont nombreux à opérer dans l'UE à travers des modèles intégrés via des entités implantées et agréées dans plusieurs juridictions de l'Union européenne. Afin de limiter le saut quantique que pourrait représenter le passage d'une supervision nationale à une supervision européenne intégrée, il conviendrait de leur permettre d'effectuer cette transition entité par entité, ou directement à l'échelle du groupe à leur discrétion.

Les produits distribués pourraient eux-aussi être placés sous ce régime de supervision intégrée, en particulier les fonds d'investissement définis en droit européen (UCITS³⁴ et ELTIF notamment). Dans un tel cas, les fonds seraient agréés et supervisés par l'ESMA lorsque leurs gestionnaires en font la demande. Du point de vue du droit des sociétés et du droit fiscal, le véhicule pourrait être domicilié dans un Etat membre mais le produit financier serait supervisé par l'ESMA. A terme, un support européen pourrait même être élaboré, sur le modèle de la « société européenne ».

Pour les fonds d'investissement, l'*opt-in* offrirait un passeport de commercialisation plus effectif. Une validation unique de la documentation commerciale par l'ESMA serait prévue, sans droit de recours possible par les autorités nationales compétentes : cela accélérerait significativement le « *time to market* » des fonds, à condition que les délais d'agrément de l'ESMA soient en ligne avec ceux actuellement observés au niveau des superviseurs nationaux. La validation unique de la documentation commerciale permettrait de contourner l'hétérogénéité des règles nationales, notamment en termes de communication ESG. Le *passporting* des fonds serait par ailleurs facilité avec une suppression de l'impératif de notification. Il convient également de préciser que les gestionnaires d'actifs pourraient choisir de faire enregistrer et superviser certains fonds à vocation transfrontière par l'ESMA tout en maintenant d'autres fonds dans un régime national.

Cette modalité d'*opt-in* serait également offerte aux opérateurs de plateformes de négociation et aux infrastructures de post-marché souhaitant bénéficier d'une supervision intégrée, mais ne réunissant pas les critères quantitatifs rendant celle-ci obligatoire.

³⁴ Vraisemblablement à condition d'une transformation de la directive en règlement.

Annexe 2.6 Franco-German Council of Economic Experts (Conseil d'analyse économique et German Council of Economic Expert, 2024), Renforcer les marchés de capitaux de l'Union européenne, déclaration commune, juillet (extrait)

Renforcer la supervision européenne des marchés de capitaux

L'UE devrait accroître l'efficacité de sa supervision et en faire un outil d'une plus grande intégration des marchés financiers en renforçant et en réformant l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne de supervision des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP). La fragmentation de la supervision selon les lignes nationales est un obstacle bien plus important à l'intégration des marchés de capitaux de l'UE que les différences réglementaires qui subsistent. Ces réformes devraient permettre de catalyser les prochaines étapes de l'UMC.

L'AEMF est le régulateur et le superviseur des marchés financiers de l'UE. Elle accomplit cette mission de « superviseur des superviseurs » en favorisant la convergence de la supervision entre les autorités nationales compétentes, en supervisant directement certains acteurs spécifiques du marché, tels que les agences de notation de crédit, et en surveillant les marchés financiers.

La transformation de l'AEMF devrait porter notamment sur sa gouvernance et son cadre de financement. Le conseil de surveillance de l'AEMF est actuellement composé de représentants des autorités nationales de supervision des États membres de l'UE et des trois autres États de l'Espace économique européen. Une structure réformée pourrait consister en un conseil exécutif resserré de cinq ou six membres qui aurait l'autorité exclusive sur toutes les décisions administratives et de supervision. Le conseil des autorités de supervision actuel de l'AEMF resterait l'organe de décision pour l'élaboration des règles. Le financement devrait être assuré principalement par un prélèvement sur les entités et les segments de marché supervisés, le budget de l'UE pouvant jouer un rôle résiduel pour couvrir les dépenses liées à l'élaboration des règles et à d'autres activités hors supervision.

Afin d'éviter la fragmentation de la supervision et les possibilités de capture qui en découlent, il est important d'éviter de créer des sous-entités au sein de l'AEMF chargées de tâches spécifiques. C'est ce qui s'est produit par le passé avec la supervision des chambres de compensation établies en dehors de l'UE (CCP de pays tiers) par le comité de supervision des CCP. Il conviendrait plutôt de préserver un cadre décisionnel unique.

Le modèle de supervision d'une AEMF renforcée peut s'appuyer sur une supervision à la fois directe et conjointe. Il peut être utile de distinguer d'une part les activités

purement de gros et d'autre part celles qui comportent une composante de détail. Pour les activités de gros, une supervision directe et exclusive de l'AEMF, sans intervention des autorités nationales, est préférable. Elle devrait inclure à minima l'ensemble des infrastructures des marchés financiers essentielles à l'échelle de l'UE, telles que les Bourses, les chambres de compensation et les dépositaires centraux de titres. La BCE pourrait jouer un rôle complémentaire pour certaines de ces infrastructures. De plus, la supervision de l'AEMF devrait comprendre l'application des exigences réglementaires pour lesquelles la comparabilité transfrontalière est primordiale, telles que la mise en œuvre des normes d'information financière publique et de développement durable. Pour les activités de détail, une variante de l'équipe de supervision conjointe devrait être envisagée. En fonction des mandats spécifiques, l'AEMF devrait être le superviseur unique ou agir en tant que centre de décision pour les tâches partagées avec les autorités nationales.

Une organisation multisite rapprocherait l'AEMF des participants au marché, tout en conservant les avantages d'une supervision intégrée/centralisée. Cela permettrait également d'atténuer les craintes qu'une AEMF plus forte favoriserait unilatéralement Paris en tant que place financière. Avec l'élargissement de son champ de supervision, l'AEMF pourrait en effet avoir besoin d'ouvrir des bureaux dans les principaux centres d'activité liés au marché, notamment Amsterdam, Bruxelles, Dublin, Francfort, Luxembourg, Milan, Madrid, Stockholm, Vienne et Varsovie, et peut-être d'autres encore.

Annexe 2.7 Mario Draghi (2024), The future of European competitiveness, report, (Part B | In-depth analysis and recommendations), September (extract)

Introduce a European Security Exchange Commission

- As a key pillar of the CMU, ESMA should transition from a body that coordinates national regulators into the single common regulator for all EU security markets.

To this purpose, ESMA should be entrusted with exclusive supervision over:

- (i) large multinational issuers (i.e. those with subsidiaries in various EU Member State jurisdictions and revenue, and/or total assets above a certain threshold, a natural identifying criteria would be issuers belonging to major indices such as the CAC40, DAX, Euro Stoxx 50, FTSE MIB, IBEX 35, or else – if one wants to be more encompassing – the STOXX Europe 600);
- (ii) major regulated markets with trading platforms in various jurisdictions, such as EuroNext (where ongoing supervision would be done by ESMA, while sight visits might be done by joint supervisory teams with national competent authorities (NCAs, such as Consob, AMF, BaFin, CNMV, CONSOB, etc.); and

(iii) central counterparty platforms (CCPs).

- An essential step to transform ESMA into a regulatory and supervisory agency similar to the SEC is to modify its governance and decision-making processes along similar lines as those of the ECB Governing Council, so as to detach them as much as possible from the national interests of EU Member States. Currently, ESMA's governing bodies are composed of national competent authorities, plus the Chairman and some non-voting members. To enable ESMA to take swift and decisive action in sensitive areas, it would be important to add six independent and highly qualified individuals, including the Chair, to ESMA's Management Board, as proposed by the Letta report. Another all-important step in this transition is to shift EU security market legislation to a principles-based approach, outlining the key strategic policy choices of co-legislators, while delegating technical work to ESMA, and enhancing its powers to develop and change technical rules and streamline their adoption; and increasing its funding to enable it to efficiently carry out its regulatory and supervisory tasks.
- To overcome likely opposition, the EU regulator will have to share supervision with national regulators and elicit their cooperation along lines similar to what the ESM does with national central banks in euro area bank supervision. Turning national security market regulators into subsidiaries of a single, EU-wide one will face fierce resistance, not only by the national bureaucracies that will feel directly displaced, but also by trading platforms and market participants who draw sizeable rents from the status-quo fragmentation, as suggested by both theory and evidence. Therefore, tactically wise steps would be to:
 - (iv) leave the supervision of purely local issuers to national regulators, as done for the prudential supervision of smaller banks within the Eurosystem;
 - (v) start from the supervision of issuers and market structures, and subsequently turn to that of mutual funds, which is likely to be more controversial;
 - (vi) create Joint Supervisory Teams between ESMA and national supervisors to supervise significant issuers and market structures, and mechanisms to ensure a constant and timely information flow among them.

Annexe 2.8 Silvia Merler and Nicolas Véron (2024), Memo to the commissioner responsible for financial services, Bruegel, September (extract)

European Securities and Markets Authority reform

Start with in-depth reform of ESMA to make it an effective financial supervisor, which it arguably cannot be under its current design. The model to follow is the governance and financing template of AMLA, itself based on lessons learned from previous experience. This means a compact executive decision-making board and funding by an ad-hoc levy on supervised entities under scrutiny of the European Parliament. To allow greater connectivity with market participants, the reconstructed ESMA should establish offices in the EU's major financial centres, if not in every member state; some of these offices may also host teams that lead supervision of specific market segments, thus alleviating concerns about excessive geographical centralisation in Paris. In parallel or following ESMA reform, but not before, you should work to significantly broaden ESMA's scope of direct supervision, including relevant critical financial infrastructure (in appropriate interaction with the ECB), audit firms and accounting enforcement

CONSEIL D'ORIENTATION DEBATE PAPERS

Président : **Robert Ophèle, Président, Autorité des Normes Comptables**

- AMF – **Jérôme Reboul**, Secrétaire général adjoint, Directeur de la Régulation et des Affaires internationales
- CDC – **Sophie Barbier**, Directrice du département Europe, Direction des relations institutionnelles, internationales et européennes
- Covéa – **Stéphane Cossé**, Directeur des Affaires publiques
- Euroclear – **Guillaume Eliet**, Directeur général
- Euronext – **Delphine d'Amarzit**, Directrice Générale Euronext Paris
- Forvis Mazars – **Fabrice Demarigny**, Avocat associé, Responsable global de l'activité Capital Market
- La Banque Postale – **François-Régis Benoît**, Directeur des Affaires publiques
- LCH/LSEG – **Julien Jardelot**, Head of Europe Government Relations & Regulatory Strategy
- PwC – **Rami Feghali**, Partner, Risk and Regulatory Leader for France
- **Natacha Valla**, Doyenne de l'École du management et de l'innovation de Sciences Po
- **Nicolas Véron**, Senior Fellow à Bruegel et au Peterson Institute for International Economics
- **Véronique Ormezzano**, VYGE Consulting

LES DEBATE PAPERS

- LE DÉVELOPPEMENT DES BIG TECHS DANS LA FINANCE : OPPORTUNITÉS OU MENACES ? QUELLE RÉPONSE DES AUTORITÉS ? - AVRIL 2024
- THE DEVELOPMENT OF BIG TECH COMPANIES IN FINANCE: OPPORTUNITIES OR THREATS? WHAT RESPONSE FROM THE AUTHORITIES? - APRIL 2024
- TRANSITION PLANS: ENSURING THEIR COMPARABILITY, CREDIBILITY AND EFFECTIVENESS TO ACCELERATE THE LOW CARBON TRANSITION - NOVEMBER 2023
- THE COUNCIL'S POSITION ON PAYMENT FOR ORDER FLOW, A TERRITORIAL APPROACH INSTEAD OF THE CAPITAL MARKETS UNION – HOW DID WE GET HERE, WHAT IS THE WAY OUT? - MAY 2023
- A RETAIL CBDC IN EUROPE: THE CURRENT SITUATION AND CHALLENGES - APRIL 2023
- INSURABILITY OF LARGE EMERGING RISKS - JANUARY 2023
- SUSTAINABILITY INFORMATION AND FINANCIAL MARKET EFFICIENCY - JANUARY 2023

